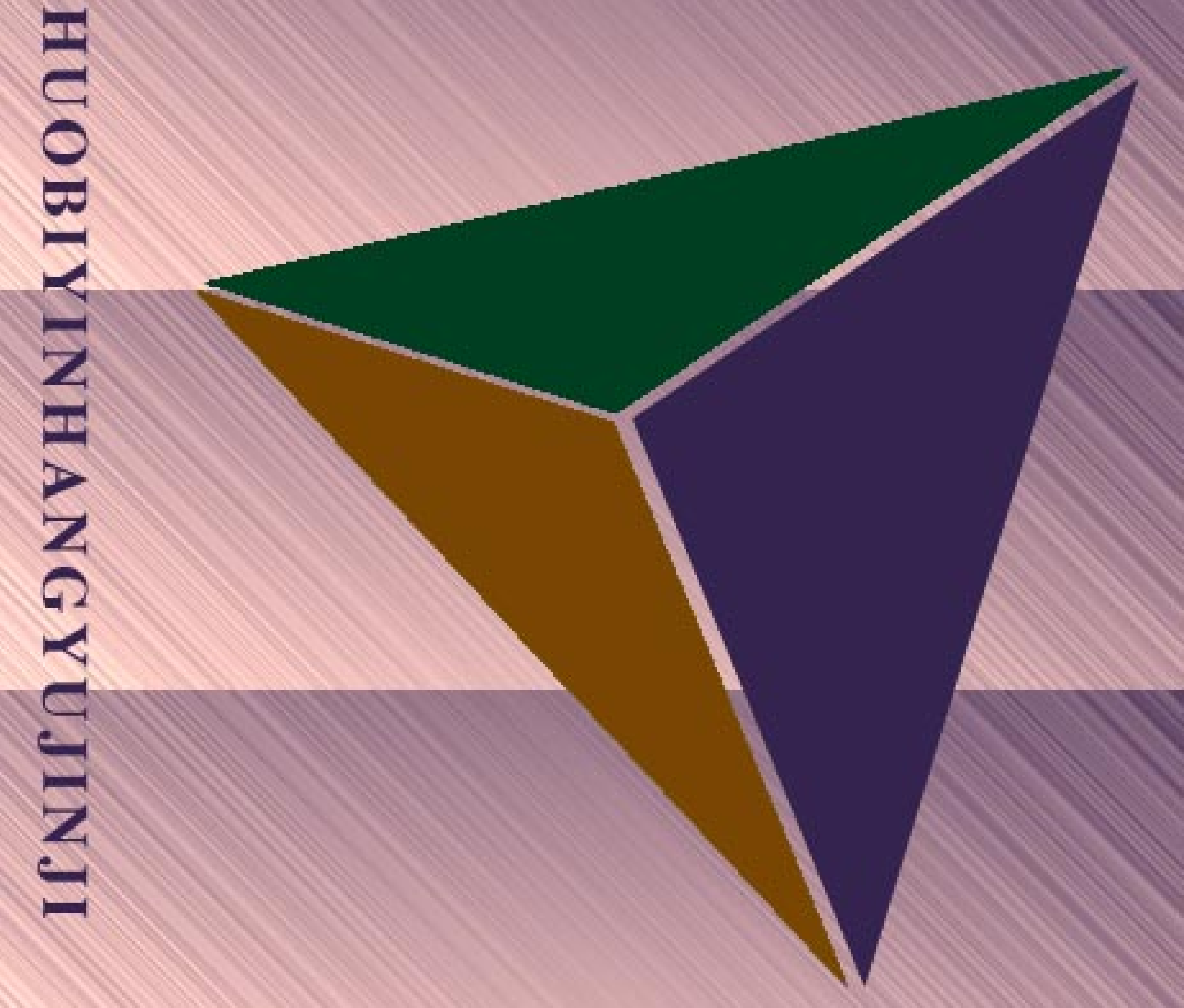
HUOBIYINHANGYUJINJI



货币、银行与经济

●[美] 托马斯·梅耶
詹姆斯·S·杜森贝里 著
罗伯特·Z·阿利伯
●洪文金 林志军等译

货币、银行与经济

[美] 托马斯·梅耶
詹姆斯·S·杜森贝里 箸
罗伯特·Z·阿利伯
洪文金　林志军等译

第 3 版序言

T · 梅耶
J · S · 杜森贝里
R · Z · 阿利伯

本书第 3 版的目的和前两版一样：对金融机构、货币理论和政策作一简明的、现代化的和完整的描述。这一版与前两版相比，具有明显的差别，它不仅反映了货币银行学领域的新变化，而且也反映了对这部教材在广泛教学使用过程中提出的改进建议。我们设定了 3 个目标，即缩短全书的篇幅、阐明货币理论的观点、论述过去 3 年里所发生的全部有关变化。

篇幅问题受到较大的重视。货币银行学课程涉及大量的内容，但我们必须进行一定的选择。根据一个严格的计划，我们把目标定为，这一版本不得超过 500 页。我们认为，这样

的篇幅限制是比较现实的，而且可以适应大多数的教学课时需要。

篇幅关系使我们考虑了另外一个重要的问题：应当如何确定关于金融机构与货币理论及政策之间的篇幅分配。对待这一问题，我们意识到所谓的“课堂争执”。有时，教师倾向于强调货币理论及政策部分，而学生们则偏好学习银行管理、资本市场和联邦储备系统的运行。目前，这一矛盾的严重性已经有所缩小。当强调或控制金融体制时，报刊新闻通常把它列为头版消息，政策争论既涉及金融机构的职能，也包含影响金融管理当局行为的理论。因此，在不删减有关金融机构的基本内容的前提下，我们在这一版本里，对银行、金融中介、中央银行和政府有关管理机构的活动作了更多的描述，它比大多数的其他货币银行学教材更为详细地论述了政策措施对金融部门的影响。

这本书的结构如下：第 1 篇和第 2 篇大约占全书的三分之一篇幅，论述金融机构、货币创造与银行准备金以及货币的度量。第 3 篇介绍货币理论与通货膨胀、总供给与总需求的发展以及工资—价格螺旋式上升等基本概念，以便为第 4 篇讨论货币政策打下基础。最后一篇论述国际货币与金融问题。

熟悉原先版本的人们将发现，本书的理论部分即第 3 篇已经作了重大的变动。根据简洁、明确的要求，它几乎全部重新改写。我们现在把重点放在宏观经济理论中与货币更为直接相关的内容上。第 12 章概述收入—支出法，并说明了利率是决定总需求的一个变量。第 13 章分析决定利率的因素，

其中的一个因素从短期上看十分重要，这就是货币需求，它还是第14章的标题。最后，我们以简要的一章即第15章，借助于IS—LM分析对上述的有关分析进行综合。我们试图脱去IS—LM图形的神秘外衣，简明易懂地说明它在归纳凯恩斯主义分析方面的作用，以及它在价格水平变动方面的局限性。

第12—15章介绍了收入—支出法之后，我们在第16章对货币数量论和货币主义作了考察。既然教师们用于讲授货币主义的课时不同，我们把这方面的一些内容移到该章的附录中。第17章概括了货币主义者和凯恩斯主义者之间的基本分歧，对这两大学派作了透视。我们在第18章对通货膨胀作了扼要论述，以此结束货币理论部分。

在论述货币理论的各章中，我们反复强调对基本原理的直观理解，而不夸大炫耀有关的图形和公式，其实学生们在期终考试后往往会忘记这些图形和公式。简言之，我们试图告诉学生，经济学家们是怎样看待宏观经济学的。

金融部门的革新，如金融机构的新规章及联邦储备系统的新政策，均使货币银行学的常规内容得以更新。这方面的主要发展，如第2版已论述过的1980年放松存款机构管制及施行货币管制法，以及1982年的存款机构法（加恩—圣杰曼法），仅仅过了几年就已经成为过时的历史。现在已产生了令人关切的新问题，例如，存款保险及联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC）的问题、“非银行的银行”的兴盛、以及各州要加速改变对州际银行的约束等。

从政策方面的最新情况来看，关于联邦储备系统应当选

择货币供给或是长期利率作为其指标的传统争论，在很大程度上已被应当选择货币供给还是国民生产总值的争论所代替。因此，我们明显地增加了对国民生产总值指标的讨论。预测货币流通速度的困难带来了一个问题：联邦储备系统是应当关注货币指标，还是相反，只需简单留心调节货币需求变动。为此，我们在第21章增加一节来论述调节政策。

此外，我们试图使这本书能够反映职业性报刊上的争论，但并不是随大流。合理预期虽已不算是新的发展，但由于对它仍有着较多的讨论，所以在这一版本里作了更多的论述。我们继续把这一主题与第13、22、23章中对理论和政策的讨论结合起来。一些经济学家关于重新回复由私营银行自行发行货币的金融体制的主张，虽已为立法机构所搁置，但却带来关于货币创造和通货膨胀的许多令人感兴趣的问题。我们在第25章予以论述。

最后，为了使读者能了解货币规章与政策的发展，我们将继续每年发行两次《业务通信》的补充资料，读者可从W．W．诺顿图书公司获得这一流行的资料。有此，我们将有机会不断获得最新的发展内容，即使不重新修订全书。

与论述近期发展同样重要的是，我们还试图预测这些发展。在今天迅速变化的金融体制里，可以肯定，学生们必须把学校传授的知识和他们在学习货币银行学课程时尚不存在的金融革新和规章结合起来。因此，我们列了一章专门介绍金融体制及其规章的演变。这一章，即第8章，在第3版已经基本重写，以便于帮助学生在未来理解所发生的变革。

我们这本教材还有一个值得注意的基本特征。有一段时

期，人们只是非常简略地介绍国际金融知识，因为它对国内金融机构和政策没有什么直接影响，但现在的情况已不再是这样。美国经济在近年来变得更为开放。现在，货币政策要在更大程度上考虑国际方面的因素。所以，在论述了国际结算体系和外汇市场的运行之后，我们用了几个整章的篇幅来考察国际金融结构以及国际货币体系的最新发展。

本书的结构安排尽量便于教学上的灵活使用。一般地说，我们对各章的编写力图使之相对独立。因而需要偶尔作一些重新概述。这样写的好处是，有利于对某些章节进行调整或省略。例如，一些教师可以把货币政策和第1篇一起讲授，或是把联邦储备系统组织结构的有关内容从第1篇调到第3篇讲授。一些教师也可能宁愿把第24章中论述联邦储备系统政策历史的大部分内容加以省略，而侧重于最后部分介绍联邦储备系统当前工作程序的内容。这本教材还适用于短学期讲授：如着重介绍金融机构，则第11章和第13—18章、第25—26章都可以省略；如侧重于讲授货币理论和政策，则可以省略第3—6章、第8章和第11章（第266—276页），或是把它们列作课外参考资料。

州立威奇托大学的史蒂文·贝克曼和珍妮特·沃尔卡特编写了本书的《学习指导》，其中包括各章的概要、练习和问答题。我们还编写了一本《教师指南》，包括一整套的选择填空题试卷，同时还备有该试卷的计算机磁盘。

我们谨对那些为本书的修改提出评论和建议的人们深表谢意。就第3版而言，史蒂文·贝克曼（州立威奇托大学）、彼得·弗拉伏特（堪萨斯大学）、杰克·盖尔芬德（纽约州立

大学奥尔巴尼分校)、理查德·C·哈默斯顿和彼得·奥尔斯基 (宾夕法尼亚州立大学沃欣顿—斯克兰顿分校)、约瑟夫·鲁 (加利福尼亚大学洛杉矶分校) 等，都根据他们的教学经验提出了详尽的批评。

本书以前的版本曾经受益于许多学者的评论,其中包括：乔治·本特森 (罗切斯特大学)、威廉·布雷纳德 (耶鲁大学)、菲利普·布罗克 (杜克大学)、卡尔·布鲁纳 (罗切斯特大学)、乔纳森·伊顿 (普林斯顿大学)、威尔弗雷德·J·埃瑟尔 (宾夕法尼亚大学)、米尔顿·弗里德曼 (斯坦福大学)、贝弗利·哈达韦 (得克萨斯大学奥斯汀分校)、托马斯·哈夫里斯基 (杜克大学)、阿诺德·赫格斯泰德 (佛罗里达大学盖勒斯维尔分校)、罗伯特·S·霍尔布鲁克 (密西根大学)、沃尔特·约翰逊 (密苏里大学哥伦比亚分校)、大卫·莱德勒 (西安大略大学)、埃德蒙·S·费尔普斯 (哥伦比亚大学)、吉姆·L·皮尔斯 (加利福尼亚大学伯克利分校)、威廉·普尔 (布朗大学)、乌利·M·波森 (康奈尔大学) 和约翰·拉特里奇 (克拉雷蒙学院)。

W.W.诺顿图书公司的唐纳德·S·莱姆为本书的出版提供了任何作者都无法要求的编辑帮助，本书的编辑德雷克·麦克菲利和责任编辑迪普雷·马凯分别为第３版作了大量的工作。最后，我们还要感谢为本书作出大量秘书服务的玛格丽特·克朗和安·弗里希茨。

1987年１月

目　　录

第1篇　金融结构

第 2 篇　货币的供给

第3篇　货币、国民收入和价格水平

第 4 篇　货币政策

第1篇

金融结构

1

导 言

如果说一切经济问题都是货币制度失灵的结果，这当然有点言过其实。但某些很重要的经济问题则确是如此。显而易见，通货膨胀是一个货币问题，因为它意味着，我们的货币单位—— 美元，正在贬值。仅在货币数量快速增长时发生的大量而持续的通货膨胀，虽然不太明显，但也是一个货币问题。因此，如果泛泛使用起因一词，人们可以说主要的通货膨胀都“起因”于货币供给的快速增长。失业虽然带有许多非货币方面的特征，但也和货币供给的变化有着密切的联系。如果货币供给的增长高于期望的速率，则失业会暂时减少；而货币量的急剧减少通常又会暂时地增加失业。虽然人们完全有理由争论二者何为起因、何为结果，但自 1908 年以来的大多数经济衰退都与货币供给增长率的下降有关。并且，正如我们将证明的，不同国家货币供给的相对增长率是决定它们之间的货币兑换率的主要因素。

显然，货币理论，即分析货币量变动、利率、货币收入变化之间关系的理论，是一个重要的论题。关于如何管理货币量及利率的货币政策也是一个重要的论题。

但要明白货币与货币政策是怎样影响经济的，就必须了解关于银行和其他存款机构的若干知识。这是因为它们创造了货币存量的主要部分，加之金融机构又是信贷的主要提供者。此外，我们大家事实上天天都要与各种金融机构打交道，因此我们应该了解它们是怎样经营的。然而，在此之前，我们首先应弄清有关货币的概念及其作用。

“货币”一词的各种用法

我们已经在使用货币这个术语，似乎它的涵义很明显。但事实远非如此。实际上，学生们在学习货币与银行学课程中常常遇到困难的主要原因，就在于他们忘记了在经济学里货币有着非常专门的涵义。相比之下，在日常会话里，货币一词却常常用来表示许许多多不同的东西。其中之一就是指通货，像“你带钱了吗？”这句话里的钱，就指的是通货。但是在现代经济学里，货币决不唯一地定义为通货，因为可开列支票存款和通货能够执行同样的职能：都可用以支付所购买的商品与劳务。实际上，人们购买物品的价值金额中仅有很小的比例，大约只有百分之一，是用通货来支付的。因此，如

果我们把货币仅仅定义为通货，那么我们要把货币与人们所进行的全部购买活动联系起来就有很大的困难。事实上，正是货币与总购买的相互关联，使货币引起人们的兴趣。由于可以开出支票的存款和通货具有相同的职能，还由于我们关心的是货币的用途，因此我们必须把可开列支票存款与通货一起包括在货币的定义之中。

对把可开列支票存款与通货一样看成货币的一个明显异议是，人们不能用支票去支付一些小额的、像公共汽车票这样的费用，甚至对一些较大数额的支付，支票有时也不被接受。这完全是事实。但是，如果某人要买进 1000 万美元证券而试图以通货来支付，则这笔交易就显得可疑并可能遭致失败，这也是事实。此外，假如我们因为可开列支票存款不能在小额支付中被接受，就把它从货币的定义中排除，那么我们是否也应排除一些像面额为 1000 美元这样的钞票呢 ?实际上这倒提醒我们，货币主要是可开列支票存款，而通货只是货币体系中的零钱。虽然农民喜欢我们在大部分支付中使用通货，但大经营者们却不是这样。他们主要使用电汇，即以电传或电报来转移货币。尽管没有近期的统计数据，但根据一项调查估计，1978 年的通货支付小于总支付价值的 1%，支票约占四分之一，而电汇大约占了四分之三。作为对比，居民在 1984 年使用的通货达到其年度支出的 36%，支票达 57%，而信用卡为 6%。

虽然货币是通货这个通俗的定义过于偏狭而不适用于经济学，但是还有另一个通俗的定义又失之过宽。这个定义把货币看成是财富的同义语。比如说 “她很有钱”，意味着她是

富有的。假如将货币的这种特殊用法引入经济学，从而把货币与不动产、股票、债券及其他各类财富相混同，那么我们就忽视了货币的基本特征。

货币的第三个通俗定义等同于收入，例如，“他赚多少钱？”这句话里的钱就指的是收入。但是以收入来定义货币，在我们想要讨论（如我们随后所分析的）货币供应量的变化是否导致收入的等值变化时，就会引起极大的混乱。再者，货币是一种存量，它表示在某一时点的一定量金额，而收入则是一段期间中的流量。假如告诉你某人的收入有5000美元，那么，你只有在得知他是每年、还是每周收入这5000美元之后，才能确定他的收入是高或是低。然而，如果某人在口袋里揣着3000美元钞票，他肯定有着一大笔通货存量。

经济学家们既不是把货币限定为狭义的通货，也不失之过宽地定义货币为所有财富，而是根据货币的职能来下定义。任何一种能执行交换中介、价值标准或完全流动的财富贮藏手段职能的物品都可看成是货币。对货币的这些职能还必须加以解释。

货币的职能

货币的职能是：⑴交换中介，⑵价值标准，⑶延期支付标准，⑷财富贮藏手段。前两项职能是货币特有的

职能。

交 换 中 介

货币的交换中介职能是十分明显的。我们使用货币作为交换的中介物，以商品和劳务交换货币，然后用这些货币交换另一些我们企望获取的商品。这样的间接交换系统可以避免物物交易的主要缺陷，即必须存在所谓需要的双重偶合——这一颇为费解的语句的含义是：为了实现以物易物，我们必须找到某个希望得到我们所提供的商品和劳务的人，而这个人同时也能提供我们想在交换中获得的商品和劳务。

在劳动分工极少的原始社会，这样的人可能不太难找到。因为仅有少数几种商品需要交换，且大多数交易是属于礼仪性的，并按传统方式来进行。但在具有众多商品的先进社会中，那就是另一回事了。倘若一个钢制品出售者想用他的产品交换其他物品，比如说香草冰淇淋，他必须花费很长时间到处寻找，才能找到一个有多余的香草冰淇淋、同时又想得到钢制品的人。对比之下，在一个具有货币的经济里，这种交换过程就可以分解为两个部分。首先，他找到某个需要钢制品的人，然后再找出另一个有冰淇淋出售的人。要找出这样的两个人比找出一个恰巧同时具备这两种特点的人容易得多。此外，物物交易的另一个问题是，许多商品具有不可分割性。例如，一个汽车制造商不可能用比如说千分之一辆汽车去和一个农场主交换一磅奶油。

直接的物物交易的低效率，使得用间接的物物交易取而

代之成为可能。间接的物物交易制度是，一些人并不直接用自己的物品去交换他们希望的物品，而是去交换其他物品，即他们确信会被拥有自己希望获得的物品的人所需要的物品。一种产品用于间接物物交易的次数愈多，它的用处就愈大，因而人们接受它的愿望也就愈强烈。最终它可能主要地用于实现交换，从而成为“货币”。

尽管“货币”的好处远远超过简单的物物交易，但我们在现代经济中还可以看到偶尔进行的简单物物交易。当货币体系陷入严重的通货膨胀，物价逐日倍增，物物交易就有可能在某种程度上再现。在这种情况下，货币只是一种可怜的价值贮藏手段，即使从收入到支出之间的时期很短，但对于货币的持有来说还是太长。因此，一部分（虽然不是全部）交易最好以物物交换的方式来进行。

出现物物交易的一个更一般性原因是，我们不可能把价格调整至均衡。也许存在着价格控制，而需求可能大大超过在这种被控制价格基础上的供给。在这种情况下，销售者可能不愿按这种被控制的价格，即以低于其商品价值的货币量来出售他们的商品，而愿意用它们去交换其他商品。在第二次世界大战后同盟国占领德国期间（当时价格是被控制的），就可以看到这类物物交易的例子：

> 斯图加特市议会议员们说，“每个人都知道要得到水泥就必须提供煤，”他们收购了附近乡村酿制的酒，运到法国占领区交换香烟，再把香烟运到鲁尔煤矿换成煤，然后将煤运回到符腾堡的

水泥厂，于是才得到重建工程所需要的水泥。[1]

当存在法定最低价格，或具有市场支配力的销售者能够在供给超过需求时阻止他们的价格下跌的场合，有时也可能采用物物交易。例如，一个国家可以为它的某种出口商品规定一个最低价格，但另一方面它又不能以这种价格出售该商品的全部。这里的一种解决措施是，把这些商品与另一个处于同样窘境的国家的商品直接交换。这样，两国都不必亮明它的商品价值低于其市场上的价格。

在较正常的情况下,物物交易也会在有限程度内出现,例如在一辆汽车的交易中。显然，在诸如英国和瑞典这样的高税率国家，物物交易也显得意义重大，以作为逃避税收的一种手段。[2]

价值标准与延期支付标准

货币的第二个职能是价值标准，简单地说，就是我们利用货币作为比较价值的工具。我们按货币量来衡量并表示商品和劳务的价值,使得货币有如英里是测量距离的单位一样，成为价值的计量单位。显然，现代经济要求对价值作连续比

---

① 霍斯特·门德肖森：《战后德国的价格、货币与商品分配》，载《美国经济评论》第39期（1949年6月号），第656页。

② 在美国有一种“物物交易俱乐部”，它允许其成员互相交换货物与劳务，但是大部分这类活动都使用凭证作为交换的中介，而美元当然被用作价值的标准。因此这些买卖实际上不是物物交易，而只不过是以非正式通货进行的买卖。这种交易的主要好处可能就在于逃避所得税。

较，购买者必须比较众多销售者提供的商品。如果各个销售者这时用不同的物品来标定它们的价格，这种比较将很难做到。例如，一家商店的1磅牛肉标价为2磅奶油，而另一家商店的1磅牛肉标价为10支铅笔，那么哪一家商店的牛肉更便宜呢？又如，牛肉的价格以奶油表示，而鱼的价格以打字机纸带表示，那么在决定是买牛肉或是买鱼时，也会产生类似的问题。为了作出合理的决定，我们必须知道任何一种商品和其他所有商品交换的比率。

假设有一个仅含5种商品A、B、C、D、E的简单经济社会。如果没有价值标准，而要想知道这5种商品互相交换的比率，我们就必须了解10个不同的交换比率（A—B、A—C、A—D、A—E、B—C、B—D、B—E、C—D、C—E、D—E）。但是，倘若我们用这5种商品中的1种，例如A，作为我们的价值标准，我们就可用它来表示其余4种商品的价格。因而我们只须了解4个交换比率（A—B、A—C、A—D、A—E）就行了。一般地说，对于N种商品，如果没有价值标准，我们必须了解它们之间的（N－1）N/2个交换比率。这个表达公式的第一部分是N－1，因为一种商品与它自己显然可以等量交换，所以我们只须求出N－1种商品的交换比率。对这些商品中的每一种，我们都必须知道它对其他各种商品的交换比，这样我们就有（N－1）N个交换比率。倘若我们知道了A对B的交换比率，我们也就知道了B对A的交换比率，根据这个理由，我们还应将乘式除以2。

但是，如果我们以这些商品中的一种商品作为价值标准，

那就只需 N－1 个比率。因而价值标准使我们大大节省了精力。举例来说，假设某人关心 201 种商品，这几乎算不上是个生僻的数目。有了价值标准后他只须弄清按此标准得出的 200 种价格。但如果没有价值标准，交换比率将达 20100 个。

价值标准的另一个极大优点是简化了簿记。可以料想，人们很难管理一个由成千种商品的实物数量单位组成帐面记录的会计制度，也难以从中看出究竟是盈利或是亏本。

价值标准的一个特有功能是作为延期支付的标准，即表示债务的标准。价值标准的这一用途造成了一些严重的问题，因为正如我们已经不幸地发现的那样，货币的价值是随着时间而变化的。你在去年贷出去的美元，到今年收回时不能买到与去年同样多的东西。就这一方面来说，货币并不是一种良好的价值标准。

财富贮藏手段

货币的最后一个职能是财富贮藏手段。虽然货币的这一职能并不比其他职能更重要，但因为它需要更多的解释，我们要较详细地加以论述。

货币作为财富的贮藏手段有若干独特之处。其一是它不需要或仅需要极少的交易成本。如果人们决定用任何其他资产来贮藏财富，就必须动用他们收入的货币去购买这种资产。以后当他们想用商品或其他资产代替这种资产时，他们又必须把它转换为货币。这两种交易，即从货币转换为资产，以及随后从资产转回为货币，都要付出费用。例如，假设某人

积累了10000美元准备明年买辆汽车，并决定在目前用这10000美元购买普通股票。他现在就必须花时间并费心思去决定购买哪一种股票,并且要劳神打电话通知证券经纪人,还得付出一笔佣金。然后，到了第二年，他得再次劳神打电话给经纪人并付出另一笔佣金。相比之下，如果他改用活期存款的形式持有这10000美元，他本来可以避免（以放弃股票带来的任何可能收入为代价）那些佣金开支以及用于购买股票的时间和精力中所隐含的费用。这是货币独一无二的特性，就这方面来说，它优于所有其他的资产。

相当明显，货币作为财富贮藏手段的第二个特性是，就货币本身来看它的价值是固定的。这一点非常重要，因为债务一般是按货币单位确定的。因而在债务和某些像支付租金这样的付款承诺方面，货币有着固定的价值。如果人们需要有某种可用于偿还债务的资产，就会产生持有货币的明确动机。自然，货币并不是具有这种便利特性的唯一资产。在债务应支付时到期的债券也有这种特性。但是买卖债券包含着交易成本。

无需较大的交易成本和债务上的价值固定性，是货币作为财富贮藏手段的两个基本特性。但它还有两个较为次要的特性：一是货币的价值相对于商品和劳务而波动；二是某些类型的货币（例如通货）没有直接的外现收益。[①] 因而，如果

① 直接的外现收益是指以货币支付并且通常以利率表示的收益；而间接隐含收益可能是获得的免费服务或便利。

某人需要一种对商品与劳务、而不是对债务具有稳定购买力的资产，那么货币就肯定不是理想的。由于我们大多数人主要使用货币购买商品，看起来货币作为财富贮藏手段似乎还不如那些货币价格会变动的资产。这个论点虽然确实有点道理，但有一个主要的限制。各种资产及商品与劳务的价格不是同步波动的。因此，持有普通股票或商品存货的人们就可能发现，尽管发生通货膨胀，他们的经济状况甚至比持有货币还更差些。的确，即便1970年以来存在着通货膨胀，某个恰在该年度即宾州中央运输公司破产前购买了表面可靠的该公司股票的人，要比某个持有货币的人损失更多的购买力。不幸的是，可防止通货膨胀损失的真正完美的套期保值办法并不存在。

货币职能的相互作用

在美国，单一的货币单位——美元——执行所有4种货币职能。例如，美钞是交换中介和财富的贮藏手段，同时价格也是用美元来确定的。但是货币的所有职能并非总是由同一种货币单位来执行。例如在殖民时期的美洲，许多商人以英镑作为他们记帐的价值标准，但主要以西班牙铸币作为通用的交换中介，因为在市场上有着更多的这种铸币。同样，在英国，直到最近，一些高档商品，如昂贵的衣物，仍然以畿尼来标价。1畿尼等于1英镑1先令。但是畿尼已经不再流

通，而顾客是用英镑和先令作为交换中介来支付这些商品的。[①]

通常，同一种单位执行货币的所有职能。这是因为，使用不同的货币作为交换中介和价值标准是不方便的。例如，假设交换中介由银币组成，而确定价格的价值标准是金币，那么在每次购买时人们都必须作一些心算，计算一下按照金币确定的价格应付给商人多少银币。如上所述，货币作为财富贮藏手段的优点恰恰在于它作为交换中介（因而避免了交易成本）与作为价值标准（因而在债务方面有固定价值）都是同样的单位。这就要求用同一货币单位来执行货币的所有职能。

货币 M_1

在对货币下定义的时候，由于不是在理论意义上指出它的职能，而是限定它所包含的特定的可计量的物品，这就产生了一些困难。大部分经济学家都强调交换中介职能，因而使货币仅包括那些可以用作交换中介的物品，即通货与可开

① 畿尼原先是一种金币，而英镑原是一种银币。使用金币而不用银币可表明上流社会的身份，因而高贵的商品都以畿尼标价。在相当长一段历史时期内，不同的社会阶层使用不同类型的货币。较低的社会阶层有时以铜币支付，而贵族则使用金币。例如，在古希腊，平民曾一度被禁止使用金币，因为金币可用于奉献给神灵，而这并不是低级阶层的人们所能做的。现在我们仍然保留“上等”与“下等”货币之分的传统习俗——如人们不应以便士来支付小费。

列支票存款。可以称之为M_1或“狭义的货币”。但是有些经济学家认为，只要存款人能够很快而又免费地从他们的存款中提取资金，则存款是否能以支票提取就不那么重要。因此他们把货币定义得比M_1更宽些，即包括了储蓄存款之类的项目。我们将在第11章里较为详细地讨论货币的这两种定义。这里我们且视货币为M_1，也就是说，货币由社会公众持有的通货和可开列支票存款构成。

货币的种类

货币有各式各样的种类。足值的商品货币指的是作为商品的价值和作为交换中介的价值完全相等的货币。金币就是个明显的例子。如果将它在黄金市场上出售，其作为黄金的价值等于面值。一种更为便利的货币形式是足值货币的代表物。这是一种货币单位，如纸币，它只有很小的内在价值，但可以兑成足值货币。

如果货币作为商品自身的价值不能与它作为货币的价值完全相等，并且不能用以兑现商品的货币，就称为信用货币。所有的美国货币都是信用货币。

通货是法偿货币。这意味着在债务支付中它必须被接受，除非债务契约本身明确地规定了另一种支付形式，例如以商品支付。但是存款不是法偿货币。债权人并非一定要接受支

票，他可要求用通货支付。然而，某种物品是不是法偿货币，并不是判定它是否货币的标准。只要它能在交换中被普遍接受，或被用作价值标准，我们就称它为货币。

信用货币的性质

信用货币节省了稀缺资源。我们利用生产费用低廉的物品，用银行帐簿上的记录、纸张、或铸币中的贱金属，来代替生产成本高昂的金和银。货币是一种标志，它赋予持有者支取经济商品与劳务的权利。我们愿意接受货币的原因是因为其他人在交换他们的商品和劳务时乐意接受它。货币本身不必具备任何像商品那样的价值，正如音乐会的入场券不必具备产生音乐的能力一样。

但是这并不能消除关于足值货币如金币或足值货币替代物究竟是否比信用货币更完美的问题。商品货币的数量受该商品的可获得性的制约，而信用货币的数量则受政府的控制。究竟货币数量是由像发现新的金矿这样的偶然因素决定，还是由政府来控制更好呢？人们自然会有不同意见。[①] 一些人认

① 因而豪斯顿·麦克卡洛奇用下列比喻对所谓用商品作为货币标准会浪费资源的争议作出回答：“对自行车的锁和链条可能发生类似的争论。如果用符号纸锁代替金属锁，资源就被解放出来能在别处用于生产。只要小偷把纸锁也视同为金属锁，你的自行车就十分安全。但对坚持用硬钢和磷青铜链条的那部分人来说，则这种链条就肯定是不合理的证据。”参见豪斯顿·麦克卡洛奇：《货币与通货膨胀》，学术出版社（纽约）1975年版，第78页。

为，在没有金本位或某种其他规定的限制下，政府会过快地增加货币数量，结果导致通货膨胀。政府所以这样做是因为短期内迅速增加货币数量会收到令人满意的效果 :失业减少，并且利率也下降。

信用货币需要相当程度的假设。人们必须领会这种思想，尽管某种物品作为商品事实上并无直接的使用价值，但只要大家都把它看成有价值，那它就是有价值的。因而毫不奇怪，信用货币是近代社会的一项革新。尽管信用货币以前曾偶尔出现，并在 1930 年确以支票形式进入流通，但那时大多数发达国家仍采用金本位制。一般地说，正如人们所料想的，货币的演变是从具体的物品到抽象的符号，即从按重量交易的贵金属，经由贵金属加工成的铸币，而到可兑换贵金属铸币的纸币，再到不可兑现的纸币和银行存款。但这种演变不是直线式的。例如，金匠的收据，实质上是一种支票，在 17 世纪的英格兰就作为支付的手段使用过，而当时纸币尚未被接受。

无现金的社会

货币还有演变的趋势吗 ?或者说，它还会继续发展吗 ?人们普遍认为，它不仅会继续发展，而且下一个重要阶段就要到来。目前人们对每年待清算支票数量的快速增长及其所需

要的费用十分关心。此外，支票清算是一个相当缓慢的过程。毫不奇怪，以运用电子计算机为基础的革新现在已经开始。这些革新具有多种形式。一种是在银行同业间低价清算支票的自动票据交换所。另一种更明显的革新是，许多银行都装置了自动出纳机，可以在无需银行出纳员经手的情况下，为顾客提供全日 24 小时的自动提款和存款服务。这些机器不必安装在银行本部里，只要法律许可，甚至可以安装在像购物中心这样的地方，因而不需要再设立分行。此外，还有一种被称为销售点终端机的类似的机器，它可以安装在超级市场或其他商店的结帐柜台上，使顾客能以自动借记他们帐户的方式来支付货款。

人们可以让自己的想象超越这些相对平凡的设备，构思一个完全自动化的支付系统。每个人的收入和其他收益将由计算机自动地贷记他的帐户。而在购买时，购买者只须给出一个帐号，销售者将帐号打入计算机终端，于是支付款项就自动转入销售者的帐户。事实上，诸如抵押支付与公共费用等周期性支付，正像在某些场合已经采用的那样，都自动地从支付者的帐户上扣除。

然而，要建立这种系统仍然存在着许多阻力。在已经进行的一些实验中，社会公众对电子计算机支付的热情一直不高。原因是当帐户余额较少时，这种系统不能提供对帐单延期支付的选择。尽管我们最终将进入全面的电子计算机支付系统，但这并不可能很快实现。然而，大多数的大笔支付，即成千上万美元的支付，现在已经使用电汇而不是支票，以避免邮寄的延误。在本书里，当我们提到支票转移时，也包括

这样的电汇转帐。

为了理解电子计算机转帐系统的一个问题，我们不妨对下述历史作一回顾。新大陆的一些移民熟悉货币制度，但却没有携带任何货币。虽然没有交换中介，他们仍然可以由于熟悉货币并以货币作为记帐单位而受益不浅。他们以物换物，但是按价值标准标明他们带到市场上的商品的价值。然而，即使有了记帐单位，物物交易还是麻烦的，因此他们决定使用交换中介。由于他们不愿因使用有价商品作为交换中介而使该商品被囿于交换上，就产生了使用信用制度的念头。每个移民得到一个信贷额度，其中一人充当记帐员，以贷记销售者帐户和借记购买者帐户的方式来记录所有的交易。尽管这是对物物交易的重大改进，但这种制度仍然较为麻烦。记帐员忙于记录所有交易而不得空闲，觉得记录那些很小的交易令人极为厌倦。于是他建议，给每个移民一些纸条，上面标明应贷记他或她帐户上的小金额。然后他们可以相互交换这些纸条来进行购买。这就节省了大量的簿记工作。当某些人积累的纸条多于自己的需要时，他们可以把纸条交回记帐员那里，然后由记帐员将金额贷记他们的帐户。移民们接受了这个方案，从那以后他们生活得很好，因为他们重新发明了通货。

货币、准货币与流动性

由于货币制度随着时间的推移而变化，那些被视作货币的资产也会发生变化。结果，货币和“其他物品”之间的区

别就不易分清。在任一特定时间，都可能有一些物品正好处在变成货币这一过程途中。因此货币与非货币之间的界线是模糊不清的。这一界线划在哪里，部分地取决于我们的目的是什么，也就是要看货币的何种特定职能与面临的问题关系最为密切。例如，如果我们侧重交换中介的职能，我们就可以把那些以交换中介为其一般职能的物品定义为货币。

但是假定我们转而强调财富贮藏职能，那么我们就要在货币的定义中包括那些能完全流动的资产，因为货币和其他财富贮藏手段的区别正是它的流动性。

资产的流动性依赖于：⑴ 买进或卖出的难易程度，⑵ 买卖的交易成本，⑶ 它的价格的稳定性和可预计性。就一方面来说，狭义的货币有着最完全的流动性。既然它已经是货币，在出售它即把它变成货币时就不存在费用和困难。而且一个美元的价值就固定是 1 美元。然而，就另一方面来说，有些物品如同不动产，其出售可能要花相当一段时间，还需耗费很多的佣金开支，甚至还不得不以低于预期的价格出售。我们可以把所有物品按它们的流动性，即按它们的货币性程度加以排列。

这就产生了一个问题，即沿着这种流动性和货币性的序列，我们应该在什么地方划出货币与非货币之间的分界线。这里并不存在一个可供我们划出一条泾渭分明的界线的点。不论我们把货币定义得多么宽或多么窄，总有一些资产虽然被排除在货币定义之外，但却很接近分界线。货币性是一个连续区间。因而我们把被排除在货币定义之外，但又和定义中的某些物品颇为相似的物品称为准货币。

这些准货币是具有较高流动性但又不如货币那样流动的物品。显然这样说太笼统，而且对应该包括什么样的物品也不十分明确。在流动性序列的一端，对货币和准货币的划分取决于我们所使用的货币定义；该序列的另一端则是十分任意的，我们可以在准货币和那些因没有足够流动性而不能作为准货币的资产之间划出一条界线。虽然公司股票明确地不属于准货币，但那些在一二年内到期的政府证券是否应被视为准货币则是不清楚的。

小结

1．“货币”一词不应该和通货、收入或财富相混淆。

2．大量的支付（以美元计算）是通过电汇进行的。

3．货币执行交换中介、价值标准、延期支付标准和财富贮藏手段的职能。作为交换中介，货币免去了简单物物交易应具备的双重需要偶合；作为价值标准，货币简化了价值的比较，并便利于簿记；作为财富贮藏手段，货币具有无需交易成本以及在大多数债务上的价值固定性的特点。通常，同一货币单位可执行货币的所有职能。

4．就可计算数量而言，本书中使用的“货币”一词表示 M_1，即可开列支票存款加上社会公众持有的通货。

5．所有的美国货币都是信用货币。信用货币的价值是以

其能够被普遍接受这一事实为基础的。

6. 向无现金社会发展的趋势已经存在，在这种社会里大多数转帐支付将利用电子计算机记帐。但是使用支票和通货依然有着许多优点。

7. 准货币是流动性不及货币但又有较高流动性的物品。货币性是一个程度如何的问题。

问题与练习

1. 对以下各术语下定义并作区别：

a. 通货

b. 货币

c. 收入

d. 财富

2. 你所持有货币的平均数是否大于、约等于或小于你的收入，或者，这是不是一个无意义的问题？

3. 试解释为什么活期存款被包括在货币的定义中。

4. 试解释交换中介是如何节省精力的：对价值标准也作这样的解释。

5. 区别货币与其他的财富贮藏手段的特性是什么？

6. 解释下列术语的涵义，并指出它们的区别：

a. 足值商品货币

b．代表性商品货币

c．信用货币

7．试解释为什么信用货币具有价值。

8．试论述准货币一词的涵义。它包括哪些物品？

9. 试论述流动性的涵义是什么。你如何描述下列物品的流动性？

a．公司股票

b．预期的遗产

c．房屋

d．存在储蓄贷款协会的款项

10．有人可能相当讥诮地把圣诞节交换礼品描述成物物交易。既然货币是极好的交换中介，为什么我们在这时要采用物物交易而不是互相赠钱？

2

金融制度的综述

随后4章将较详细地论述金融机构。但首先分别考察金融机构和金融制度的几个主要特性来统观其概貌是有好处的。因而，本章论述3个基本问题：⑴金融机构的性质及其作用；⑵居民怎样决定持有何种资产和形成对自己的何种要求权；⑶为什么政府要对金融机构进行管制。

金融机构的作用

金融机构不像制造厂商那样生产商品，也不运送和分配商品。那为什么需要它们呢？因为它们能执行其他重要的职能。有些金融机构为经济社会中的其他参与者结清支付，从而便利于劳动分工。例如，银行可以清算支票；当它们发出

月度对帐单时，又为顾客提供了重要的簿记服务。其他的金融机构，诸如房地产公司和证券经纪商，则可以为潜在的购买者和出售者牵线搭桥。

金融业的一个重要部分是金融中介机构。例如，储蓄贷款协合，它们不仅可以结清支付，还能开展其他一些业务。它们把从储蓄者那里获得的资金，变为自身的负债（例如记入存折），然后转而贷款给其他人，从而起了一种中介作用。但它们并不是仅仅把储蓄者和最终借款人聚拢来，而是向存款人出售对它们自己的要求权，然后购进对借款人的要求权（例如，储蓄贷款协会的存款人持有的是对储蓄贷款协会的要求权，而不是对储蓄贷款协会提供的抵押贷款的要求权）。这类金融中介机构还有互助储蓄银行，某种程度上也包括商业银行。

实际上，金融中介机构是在购进与售出未来支付的权利。例如，某人在储蓄贷款协会开立帐户存入一笔货币金额以换取将来收回更大金额的权利。然后储蓄贷款协会转而运用这笔存款进行放款，即向其他人进行即时支付，以换回这些人在未来偿还的承诺。

这种以当期支付交换未来支付承诺的活动非常重要。为了解这一点，我们可以先考察一个完全没有借贷的经济社会的极端情形。在这样一个经济社会里，人们仍然企望储蓄和投资。许多人由于预料到自己年迈时收入会减少，或未来的需求会增加，或者因为他们希望从积蓄上得到一些收益，因而都想把他们的目前收入推延为未来收入。但是某些人根本不可能从他们的积蓄上获得任何收益，因为他们没有购买那

些能带来收入的实物资产的机会，而且他们也不可能贷款给任何一个有这种机会的人。同时，那些有机会获得高产的实物资产的人们只有在他们节制自己消费的情况下才能获得这些资产—— 而以这种形式几乎不可能筹措建设一家钢铁厂的资金！显然，这样的经济社会将是非常低效率的。

现在应当让积蓄者和潜在的实物资产投资者在一起进行“交易”。没有直接投资机会的积蓄者现在可以通过贷款给投资者而从积蓄上赚到利息。而投资者在筹划生产项目时则不再局限于他们自己的积蓄。结果是，这个经济的生产效率大大提高了。但是这样的贷款和借款要支付一定的费用。积蓄者和投资者在签定契约时就面临费用问题，如他们必须做广告。此外积蓄者必须调查每笔贷款的风险，这需要专门知识，而这种知识只有少数人才掌握。因此，某些积蓄者不愿放款，某些潜在的借款人不能为那些看来有风险但实际上相当安全的项目筹得资金，而某些积蓄者则因为无法辨别贷款是否可靠而受到损失。例如，可以想象一下，为了发放抵押贷款你将遇到多少烦难。你必须进行信用调查，出贷款文书，等等。

显然，在这样的经济社会中缺少当专门机构充当借款人和贷款人之中介时出现的劳动分工。这正是为什么要有金融中介制度的道理。

利用金融机构的优点

在这一制度中，贷款人和最终借款人不会发生互相寻找的麻烦，而且由于贷款人不是直接得到借款人的借据，他不必去调查借款人的信用状况。实际上，他把资金贷给像储蓄

贷款协会这样的机构,再由储蓄贷款协会转而发放抵押贷款。很明显，每个金融中介机构都可用付给存款人的低利率和计收借款人的高利率的差额来作为它的服务费用。为什么借款人和贷款人都愿意付出这些费用呢？让我们来看看由金融中介机构所提供的好处。

使费用最小　我们已经提到利用金融中介机构的一个优点：它可以节省借款人和贷款人的信息费用及交易费用。具体地看，假设有一个公司打算借入1000万美元。由于没有多少居民有能力贷出1000万美元，该公司不得不四处找人借款，比如向1000个家庭每户平均借款1万美元。由于这些居民不知道该公司要向他们借款，公司必须做大量广告才能找到他们，然后还必须使他们相信它是一个可靠的借款人。与此相反，如果建立一个筹集众多存款人的小额资金的金融中介机构，如储蓄贷款协会，那么每当借款人来申请贷款时，它就不必由于需要居民的资金而逐个地通知他们，因为社会公众已经知道协会需要他们的资金。此外，由于在储蓄贷款协会的存款是被保险的，公众也不必去调查它的信用状况。当然，金融中介机构本身必须去调查借款人的信用状况。但是，由一位专家进行的一次性调查，其耗费大大低于非专业人员自己进行的1000次单独的调查。

长期贷款　金融中介机构的第二个优点是借款人有可能获得长期贷款，即使最终贷款人只提供短期贷款。许多借款是为了获得房屋和工厂这样的耐用资产，借钱购买这种资产的人们并不希望靠短期贷款来筹资。很少家庭愿意借入30天的期票来购买房屋，使自己每月都面临重新借债来还款的问

题。现在我们可进一步考虑这些家庭作为贷款人的情况。它们愿意提供20年期的贷款吗？大概不会愿意，因为它们都希望在发生紧急情况时可以利用这些资金。

这正是产生金融中介机构的原因。尽管银行或储蓄贷款协会事实上已经把存款人的资金用于发放长期贷款，它还是能够保证存款人可以在任何时候提取他们的存款。如果金融中介机构拥有许多个别的小额存款人，而他们是否决定提取存款又是各自独立的，那么它就能够相当准确地预测在任一给定日期被提取的存款金额的概率分布，它只须掌握少量的准备金就足以应付这些提款。在正常条件下，存款人是否决定提款主要取决于各人的特殊情况，例如他决定要大量购物。因此我们可以假设，在正常条件下，各个存款人的提款决定是互相独立的，从而可以应用大数定律。但是，这种幸运状态不会永远保持着。例如，假定社会公众开始担心银行或其他金融机构会倒闭，那么他们就会试图大规模地提取存款，而这时的金融中介机构则没有足够的流动资金可以偿付这些存款。直到1934年，联邦政府才开始为存款保险。在此之前，美国曾多次发生金融恐慌，其间有许多银行倒闭。

流动性 由于对金融中介机构的许多要求权是流动的，因此应把它们和对其他借款人的要求权严格区别开来。假设你贷给通用汽车公司1000美元，为期10年。你可以得到被称为债券的凭证，据此公司承诺每年付给你90美元，并于10年后归还你的1000美元。假定你买了这种债券3年后突然需要取回你的1000美元，通用汽车公司将由于尚有7年期限而不会偿还给你。在这时，你要预先收回1000美元的唯一办法

是，在公开市场上把这一债券出售给其他投资者。你能售出的价格取决于供需情况，很可能要比原先的1000美元的面值低得多（或高得多）。相比之下，如果你在储蓄贷款协会有一笔存款，你可以在任何时候取回你的1000美元，虽然就某些类型的存款来说，你要损失一部分原先赚到的利息。

风险分摊　金融中介机构还能分摊风险。假设有100笔已放出的贷款，且有理由预期其中的99笔将会偿还，那么每个贷款人都会担心自己将成为那个得不到还款的不幸者。但是，如果这些贷款人把他们的资金联合起来贷放，那么每个贷款人将损失的只是这笔贷款的1%而不会更多，这样，以接受可能性大的小笔损失为代价，就避免了可能性小但损失数额大的风险。因而，通过集中存款人的资金，金融中介机构减少了贷款的风险。

综上所述，间接融通有3大优点：它减少了贷款风险；它使贷款比在其他情况下更具流动性；它还大大减少了贷款人和借款人的信息费用和交易费用。

这些优点是否意味着全部融通都由金融中介机构来办理呢？当然不是。由于金融机构要对它们的服务收取手续费，对于借款人和贷款人来说，相互间的直接交易有时是值得做的。除此之外，打算投资的人们有时完全不借款，而是减少自己的消费，以便既避免对金融中介机构支付费用，也不必为寻找有意贷款者而开支费用。如果投资项目的风险很大，使得潜在的借款人必须以高比率支付利息，用以补偿贷款人估计的该项目的风险损失，那么这种不借款的情况就可能出现。比如，像人人皆知的较好的捕鼠器的发明者这样的投资者，他

有理由认为投资风险远比贷款人所想象的要小，他就不会接受贷款人为补偿其所估计风险而要求的过高利率。

资产组合的平衡

上一节我们已指出，金融中介机构沟通了借款人希望获得的贷款类型和贷款人愿意采取的放款形式。现在我们将通过考察借款人和贷款人较感兴趣的贷款的不同特性来较详细地论述这一问题。

大多数贷款人和借款人都不是金融方面的专家，并且不愿为获取大量信息而付出费用。同时，他们一般不愿意承担风险。这两个因素表明，他们都试图使资产组合安全可靠。

风 险 类 型

迄今为止，我们使用的“风险”这一术语是相当含糊的。一种风险是违约风险，即借款人单方面不偿还贷款的风险。这或是因为借款人不诚实，或是因为他们确实没有偿还能力。另一种风险被称为购买力风险，这种风险是由意想不到的高通货膨胀率引起的，它使最终偿还的贷款本金和未来支付的利息的购买力低于贷款人在放款时所预期的购买力。对借款人来说，也有类似的风险。借款人由于预计通货膨胀率为12%，

这将减少贷款的实际价值，因而会乐意支付15%的利息。但是通货膨胀率可能仅有4%。

第三种风险被称为“利率风险”或“市场风险”，即由于利率将来的上升而使证券的市场价值降低的风险。我们将在后面进一步讨论这个问题，这里仅仅作一些直观的描述。假定5年前你买了一种1000美元的10年期债券，利率为6%。现在有一种类似的5年后到期的债券，利率为8%。那么会有人花1000美元买你的债券吗?肯定不会。因为买进后一种债券他们每年可赚80美元，但买你的债券每年仅能赚60美元。因而，为了卖掉你的债券，你必须降低它的价格。但假定这债券不是再过5年到期，而是还有90天就期满，那么它的价格又如何呢？它仍然要低于1000美元，因为这90天内买者得到的利率是6%，而不是8%。但是，由于较低的利率只有90天期，并不会造成太大的损失，因而这一债券有时可以按接近1000美元的价格售出。可见，不论持有何种具有固定利率的证券，都包含着某种利率风险，证券愈是接近到期日，这种风险就愈小。另一方面，如果利率下降，你会由于你的债券更值钱而获利；而离债券到期日的时间愈长，你得到的利润就愈多。但不论你是可能获利或可能损失，都不意味着你不会遇到风险。

风险的分散

所有这三种风险都与资产组合应包括何种资产以及应保持何种债务的决策有关（资产组合〈portfolio〉这一术语意指

某人自有资产的集合)。对任何一个拥有不止一种资产的人来说，他所必须考虑的不是每种资产的个别风险，而是综合各种资产和债务的总风险。假定某人同时持有由于通货膨胀而可能获利的某公司的股票和因通货膨胀而可能亏损的另一公司的股票。这两种股票的资产组合风险可能小于各自的风险受到特定的未来事件的逆向影响的资产所构成的资产组合风险小于其中每一种资产所构成的个别风险。因而一个风险较低的资产组合不一定只能包括那些个别风险均较小的资产。有时，人们通过加入某些能抵消资产组合中其他资产之风险的高风险资产，仍可减少该资产组合的风险。

另一种减少风险的办法是搭配资产和负债的到期日而使这些资产与债务套期保值。假设你购买一种资产，并计划 5 年后售出以获取盈利。如果你能借一笔为期 5 年的有固定利率的款项来购买该资产，你就可以同时避免利率风险和购买力风险。相反，如果你借入的是 30 天的期票或可变利率的款项，那么，你既要承担利率风险，也要承担购买力风险。搭配自己的资产和负债的到期日是减少风险的一种主要办法。

购买能互相抵消风险的资产，以及搭配资产和利率固定的负债的到期日，是资产组合的风险分散化的两种例子。但人们也可以通过其他办法使资产组合的风险分散化。例如，假定你要在某种一年内能产生 40%的预期收益，但有 20%的可能变得毫无价值的资产和另一种只有 5%的年收益，但实际上没有风险的资产之间进行选择，你会购买何种资产呢？显然，这要取决于你对承担风险的意愿。即使预期的收益率极高，大多数人并不愿意拿他们的全部生计去冒风险。而许多

人只希望承担小额资产损失的风险。因此他们使风险资产在资产组合中保持一定比重—— 通常是很小的一个比例。多数的大型资产组合都是以包含能互相抵消风险的资产或者搭配某些小风险资产和大风险资产的方式使风险分散化。财务顾问的一个主要作用就是告诉人们怎样有效地使他们的资产组合风险分散化。

为了决定在资产组合中应持有何种资产，人们必须了解资产的特性。表２·１列示了下列各类资产的一般收益率、流动性和风险：货币、在银行或储蓄贷款协会中的有固定利率的储蓄存款或定期存款、政府证券、公司债券与股票，以及诸如房屋或耐用消费品这类直接持有的资本。表内第１栏按货币收益率的大小从收益率最小的资产开始列出了这些资产。然而，这个顺序是经常变化的。有时，存款的收益率比短期证券的收益率高，而另一些时候，短期证券的收益率又会高于长期证券。同样，股票的收益（即股息加上资本损益）波动很大，而且令股票持有人困惑不安的是，它有时甚至会出现负值。第２栏列出了各种资产在免费服务如存款的支票清算和住宅的保护情况下的应计收益（不考虑流动性）。第３栏表示资产的流动性。其余的３栏分别列出了这些资产的３种风险。其中的利率风险不仅包括实际售出资产时发生损失的危险，而且包括在利率上升时损失可能收益的机会成本。例如，利率为 6%的债券的持有人在利率上升到 9%时可能仍不想脱手这些债券，因而尽管可以避免明显的损失，但在某种意义上他们还是遭受了损失。即如果他们先前不买利率为 6%的证券，他们现在则可以买到利率为 9%的证券。

表 2.1　某些资产的特性

(按最低收益率、最低流动性或零风险顺序排列

资　　产	一般的货币收益率	方便性的应计收益率	流动性方面的应计收益率	违约风险	利率风险	购买力风险
M_1	0–1[a]	1	4	0[b]	0	1
被保险的固定利率储蓄和定期存款	1或3[c]	0	0–3[c]	0	1–2[c]	1
短期政府证券	3	0	2	0	3	1
长期政府证券	3	0	2	0	3	1
公司债卷[d]	4	0	1	1	3	1
公司股票	5	0	1	2	3	2[e]
居民的不动产	0	1	0	–[f]	0	0

a：对通货为 0，对某些支票存款为 1。

b：10 万美元以上的存款才存在违约风险。

c：取决于存款的类型。

d：在主要证券交易所经常交易的大面值债券。

e：根据目前的经验，假定通货膨胀降低了股票的实际价格。

f：自身没有违约风险，但存在不动产的使用效能低于原定计划的风险。

从表 2·1 我们可以看到各种资产在居民的资产组合中所起的作用。持有货币主要由于收益便利性和流动性。虽然货币也是安全的（除了购买力风险之外），但仅仅根据这一原

因而持有它就显得太幼稚了，因为在这一方面它是受定期存款制约的。虽然获得收益是持有储蓄存款和定期存款以及短期政府证券的一个动机，但主要原因还在于它们有较高的流动性与安全性。长期政府证券常常会有更高的收益，但较之上述资产有着更大的利率风险。不过它们仍常常被包括在资产组合中，以期避免违约风险而增加安全性。公司债券一般由于存在违约风险而较不安全。公司股票则明显地比公司债券有着更大的风险。但从长期来看，它的收益高于公司债券。直接拥有的资本通常有较高的应计收益，比如说，为家庭提供住所、运输，等等；但它的流动性极低。

分析表２·１中所列的７种资产的另一种方法是考察发行它们的各种机构的类型。政府发行货币存量的一部分和通货，当然还有政府证券；金融中介机构发行货币存量的剩余部分；金融中介机构还发行储蓄存款和定期存款；而公司则发行公司债券和股票。从违约风险的角度来看，最安全的资产是由政府和金融中介机构承诺的债务。为什么政府承诺的债务是安全的，道理很简单，因为政府拥有征税与创造货币的权力，它总是能够偿还它的债务。但是由什么来保证金融中介机构承诺的债务的安全性呢？答案是，政府保障并监督它们。我们将在后面的章节里论述这种保险制度。

政府对金融机构的监督

金融中介机构受到联邦政府和州政府的双重严格管制。例如，人们不能像创办一个新企业那样来开设银行。相反，要成立一家银行必须经过联邦当局或州当局的特别批准—— 又称为特许。此外，政府的许多机构都对银行和金融中介机构施加监督，即检查它们持有的资产，或者要求它们剔除有风险的资产。

虽然在其他行业中，政府试图限制竞争，但在银行业，如同在其他一些被管制的行业一样，政府则制定法规来减少竞争。这是为什么呢？基本的原因是，一个不受管制的银行体系将会带来太大的风险。但这未必表明政府的管制是合乎需要的，因为这种管制也有它自身的缺陷。作为一般原则，私营市场（或政府管制）存在着某些低效率的事实并不能作为取消它的充分根据，用于取代的形式很可能更糟。

政府监督银行的理由是什么呢？第一个理由是顾客的不知情。为了有效地进行竞争，购买者必须能够在一定程度上有效地评估产品的质量。否则，各种生产者可能以低价提供劣质产品而大获其利。对大多数产品来说，顾客可采用下述两种方法中的一种或两种兼用来加以评估。一种方法是通过经验。例如，顾客买了某家新开张的牛奶店在广告上宣传的

一夸特牛奶。如果他不喜欢这牛奶，那并没有多少损失。另一种方法是在购买前评价该产品。例如，顾客一般不会购买一辆易损坏的汽车。

遗憾的是，无论这两种方法中的哪一种都无助于决定是否购买金融中介机构的存款服务。大多数居民所企望的金融中介机构的最主要特性是它的安全性或不会倒闭。但经验在此无济于事。一旦银行倒闭，存款者们才会醒悟他们不应该把资金委托给该银行，然而已经太迟了。[①]

另一种检查产品是否可靠的评估方法也不适用于金融中介机构。评价银行或其他金融中介机构的可靠性必须花费大量的精力，并且需要有专门的知识，仅靠查看资产负债表是不行的。因为存款人不可能得知表内所列的“贷款”这一项目究竟是贷给可靠的借款人，还是贷给了有风险的借款人。

不幸的是，金融中介机构有着购买从存款人或整个经济的角度来看风险太大的资产的动机。它们之所以这样做并不是愿意倒闭，而是因为如果它放出有风险的贷款，则借款人由于贷款的风险而支付的所有额外利息会增加它的收入（存款人并不知道金融机构正在利用这种风险，因而不会要求更高的存款利息)。但是，该金融机构并非承受了所有相应的潜

---

① 对用于技术可靠性难以评估的项目的非经常性大笔支出，存款并不是唯一的实例。房屋也是这种例子，政府对它也有管制（如住宅法令)，以便对买者难以直接了解的安全性或良好情况进行检查，如果缺少这方面的法规，则购买者可能要依靠私人房屋检查员和承造商的证明书。但破产银行的证明书对存款人的保护甚微，面对一个专家来说，评估楼房比评估银行更容易。

在损失，因为在缺少存款保险的情况下，存款人显然也要承受损失。于是，由于存款人承担了一部分风险，由金融机构和存款人综合承担的风险成本超过了金融机构单独承担的风险成本。不过在决定承受多大风险时，金融机构是根据所承担的风险确定一个边际收入，使之等于它单独承担风险的边际成本，从而它承担的风险就会大于人们在考察综合风险成本时所判定的风险。

为了防止金融中介机构承担太大的风险，显然需要某种机制。一种可能的办法是让顾客得到更多的信息。原则上，存款人可以订阅由会计师和财务专家提供的评估银行和其他金融中介机构的报告。然而，无论从所花的费用来看，或是从阅读与分析他们提供的可能互相抵触的建议所需的时间来看，这些报告并不是完全可靠的，而且可能是得不偿失的。但是，即便如此，那些存款大大超过保险限额的大企业的确试图评估它们的存款银行的可靠性。

另一种保护存款人的办法是存款保险。一项可能的措施是，银行或其他金融中介机构必须向私营保险公司投保。但是，这样仍然存在着由于许多大金融机构倒闭，从而引起保险公司也跟着破产的危险。银行倒闭的情况并不像死亡率或车祸那样可以通过保险统计表来预测。然而，政府是一个总能偿还其债务的机构，因此我们可以依靠它来为存款保险。但是，如果由政府对存款（最高限额 10 万美元）进行保险，那么又有什么办法能使政府免受因存款机构（如银行、储蓄贷款协会和储蓄银行）承担过大风险而引起的危害呢？答案是，政府禁止存款机构购买某些有风险的资产。

政府监督存款机构的第二个甚至更为重要的理由是，存款机构创造了我们的货币供给的主要部分，因此银行倒闭风潮能使货币存量的很大部分归于消失。假设大批银行倒闭确实减少了货币供给，那么随着货币供给的缩小，就不再有足够的货币去购买市场提供的商品和劳务，于是生产就要缩减，而失业将增加，情况也许是非常严重的。在大萧条时期，由于银行倒闭和通货被提出银行，M_1减少了大约四分之一，这足以说明那次萧条是多么地严重。

第三，银行经营着我们的支付系统，如果支付工薪的支票由于雇主的银行倒闭而被拒付并退回出票人，一些雇员就不可能进行他们的抵押支付。这又可能转而造成那些抵押品的持有人无法兑现他们的支付承诺，等等。美元活期存款的平均数1年内被使用400次以上，因此，即使支付系统的一个短期故障，也会引起极大的混乱和损害。政府有义务防止这种情况发生，正如它有义务防止其他的必要社会服务如电和水的故障一样。

由政府进行监督和保险的第四个理由是，如果不这样做，即使是一个可靠的、经营良好的银行，在某些承担太大风险的银行倒闭时也会面临倒闭的危险。社会公众不可能很好地分辨可靠的银行和有风险的银行。当银行倒闭时，被卷入银行倒闭的代价大大超过提取存款的代价。因而，在没有政府监督和保险的情况下，当公众看到某些银行倒闭时，他们很可能也向其他银行提取存款。这种挤兑可能导致那些经营良好和安全的银行倒闭。

上述4个理由说明，存款保险以及相应的银行管制对于

保障银行的安全是必要的。由于其他各种原因，政府还规定了其他一些管制条例，例如限制大银行的扩张以及保护银行顾客不受歧视。

政府管制银行的第五个理由是，联邦政府过去曾经试图以对存款机构的管制作为资助住宅建设和建筑行业的一种手段。政府实施这种资助的一个办法是，禁止储蓄贷款协会从事大部分工商业贷款和消费贷款，以期让它们转而发放更多的住宅抵押贷款。然而，这一限制并不是十分有效的。因此，1981年，储蓄贷款协会被赋予发放限定数额的消费贷款和工商业贷款的权利。政府试图资助住宅建设的另一种办法是，设定一个付给存款人的利率上限。政府相信（其实没有根据）存款机构会因此降低它们发放的抵押贷款的利率。但这一规定似乎是无效的，因而最终被取消了。

政府管制的这5个理由是否意味着对银行和其他金融机构现行的严格管制是正当而不过分的？这倒不一定。尽管作者认为，由于评估金融机构是否安全的困难性和防止货币与准货币存量下降的必要性，政府的某些管制是正当的，但我们对最后一个有关资助住宅建设的理由表示怀疑。

小　　结

1. 金融机构有着重要的作用。其中一些机构（银行）结

清支付；另一些机构（例如房地产公司和证券经纪商）为购买者和出售者牵线搭桥；还有一些机构（金融中介机构）以自己的负债介入存款人和借款人之间，这大大促进了储蓄和投资。

2.通过金融资产的分散化以及使持有资产的到期日接近于负债的到期日的方法，可以减少资产组合的风险。资产容易遇到违约风险、购买力风险和利率风险。这些风险对不同的资产是有差异的。

3. 金融中介机构受到严格管制，竞争常被限制。对其严加管制的理由是：保护支付系统；人们难以确定金融中介机构的安全性；以及担心经济力量的过分集中。虽然某些管制被证明是正确的，但现行的管制程度是否合宜则是不清楚的。

问题与练习

1. 试解释为什么要有金融中介机构。

2.金融中介机构持有相对不流动、并有某些风险的资产，却能发行非常流动、且又安全的对自身的要求权。试解释它们是如何变这个戏法的。它们是否能无限制地这样做？

3. 你认为政府管制金融机构的哪一个理由最有说服力，哪一个理由最无说服力。说明你的根据。

4. 假定你有 10 美元，你将如何把它转化为由不同资产

组成的资产组合?为什么要这样分配?如果你有1万美元,又该如何处理?

5. 许多居民既持有对金融中介机构的要求权,同时又向金融中介机构借款。他们为什么不向自己“借款”?

6. 假设你决定自己开办一家金融机构,并且从4位顾客中的每一位手上取得1000美元的存款;又假设任何一个存款人在这一期间要求偿还他或她的存款的概率是20%(但各存款人要求偿还存款的概率是相互无关的),那么你将保留多少准备金,以便可以应付潜在的存款人需求?(提示:答案并非仅有一个数字。)

3

银　行　业

上一章描述了金融机构的概貌及其功能。本章及下一章将论述最主要的金融机构—— 商业银行，或者可以把它简称为银行。银行是最重要的金融机构，它们创造了许多货币存量，并且有着十分广泛的活动范围。我们将相当详尽地论述银行业，这不仅是因为银行的行为与货币政策有关，而且因为如果从个人角度来看，读者们很可能都要作为存款人或是借款人与银行打交道。当论述银行时，从银行的观点来看待问题是有益处的，这就要求对银行的经营方式有所了解。

本章把银行业作为一个整体来论述，并且要论及银行管制的办法，以及银行之间是怎样互相制约的。然后，在下一章将考察作为追求利润最大化机构的单个银行以及它们的资产与负债。关于在美国的外国银行及美国银行在国外的活动的问题留待第 28 章讨论。

银行史概述

银行是一个古老的行业。早在古巴比伦及文明古国时代，特别是古罗马帝国时期就存在着银行。但现代的银行则起源于文艺复兴时期的意大利，当时那里的银行家除买卖外国通货外，也接受活期和定期存款。虽然那时还没有使用支票，但这些活期存款通常由所有者拜访银行家以口头通知形式过户，这些银行家一般是坐在长板凳或桌子后面进行交易（人们现在使用的破产这一术语就源出于打坏无力向债权人偿还欠款的银行家使用的长板凳的意大利习俗）。这些意大利银行家中最著名的是梅迪西家族，它曾一度统治了佛罗伦萨，并且向意大利及欧洲其他国家的王公和商人们放款。

在英格兰，银行业产生于金匠为顾客保管金银的习俗。他们后来发现可以把这些铸币贷出去，而只须保留一定比例的储备量，因为所有顾客不会同时前来要求偿还。进而他们为存款人开出收据，而存款人又可以把这些收据转让给其他人。最后，为了使这种转让更为便利，金匠们发行了整数金额的收据。因而这些收据就成了私人银行券，即由银行家发行且可以随时兑现的流通券。

在殖民时期的美洲大陆，第一家现代涵义的银行是1782年成立的北美银行。随后由于各州特许愈来愈多的银行开业，

银行业迅速发展起来，其中有些是州办银行。在 1781—1861 年期间成立的银行已超过 2500 家，但是其中有许多是不可靠的，几乎有五分之二的银行在开业后的 10 年内不得不关闭。[①]

1791 年，在亚历山大·汉密尔顿提议下，国会暂时批准成立了一家国民银行，即部分股权归属联邦政府的美国第一银行。该银行的规模大大超过由各州特许的银行，它持有联邦政府的存款，并为联邦政府向全国各地转拨资金。它还试图通过拒绝接受州特许银行的银行券支付，或大量收集某家州特许银行的银行券后立即全部向这家倒霉的银行兑现黄金的办法来抑制州特许银行发行过多的银行票据。

毫不奇怪，当美国第一银行 1811 年因特许期满而向国会申请重新批准时，各州的特许银行都试图扼杀它。理由是：它的部分股权属外国人；它已受到政治的影响；国会特许银行是否符合宪法颇可怀疑；该银行掌握了过多的垄断权。这些意见起了作用，国会没有重新批准美国第一银行的特许权。

1816 年美国第二银行经特许成立，联邦政府拥有该行的五分之二股本，并且委派了五分之一的董事。虽然它在抑制州特许银行的过度扩张方面发挥了较好的作用，但它的特许期限也只延续到 1836 年就终止了。这主要是因为它遭到安德鲁·杰克逊总统的反对，他担心东北部的经济力量过分集中，并且他是该银行总经理尼古拉斯·比德尔的死对头。

---

① 本杰明·克里巴纳：《美国商业银行的历史》，德莱敦出版社（伊利诺斯州，欣司代尔）1974 年版，第 43 页。

19世纪30年代银行业又有了另外一些重要的变化。在那以前，各州只能根据立法机关的专门法案来批准银行。这导致了许多腐败和不公正现象。1837年密西根州率先采用一种新的制度，称为自由银行制度。根据这种制度，任何人只要符合那些相当一般的条件就能组织一家银行，并可发行银行券和接受存款。这时支票也已经得到广泛的应用。虽然自由银行制度避免了过去那种银行制度的弊端，但它也形成了自身的问题。许多新银行纷纷建立并发行各自的银行券，随着如此之多的各种银行券的四处流通，要区分真的银行券和伪造的银行券或虚设银行发行的银行券就成为十分困难的事情。此外，被认为是不安全的或处在边远地区的某些银行发行的银行券只能低于其面值进入流通。商人们必须逐笔在银行券登记簿里查找支付给他们的银行券的价值。再者，某些银行（虽然不是很多）即所谓的野猫银行，有意设在遥远的地区，使人们难以用它们的银行券向其兑现铸币。这样，一些银行券是大大地低于其面值进入流通，银行倒闭也时常发生。

为了解决上述问题，为了给政府发行的替南北战争筹集资金的债券开辟一个附加市场，国会批准建立了国民银行体系，其开端是1863年国民货币法（后来经过修订并改名为国民银行法）。在这一体系中，联邦政府特许的每家国民银行发行的银行券得到了统一，而且安全可靠。因为每家国民银行每发行9美元银行券必须在货币监理官那儿存放10美元联邦政府债券（因而它向存款人借入9美元，必须拿出1美元资本，且持有10美元的收息政府债券）。倘若一家银行倒闭

了，则由货币监理官出售该银行所存放的债券以偿付该国民银行券的持有人。而且，对于州特许银行则通过每年征收10%的银行券税来有效地抑制它们发行银行券。这样就形成了统一和可靠的通货；与先前的银行券不同，它们能以面值（即按其完全价值）在全国流通。于是就能以不超过传递银行券所需的小额费用的成本在全国转移资金。但是，州特许银行虽然不再发行银行券，却并没有像人们所预料的那样消失掉，因为随着支票应用的迅速发展，它们仍然能够提供交换中介—— 活期存款。

虽然国民银行制度解决了银行券种类过于繁多的问题，并减少了银行倒闭的数量，但它还不是完善的。例如，它没有提供一种有效的支票收款制度。一张支票必须通过一长列银行从一家转到另一家，才能最后提交给可以支款的那家银行。所以，如果支票被拒付，要经过较长的一段时间才能发现。

为了减少银行倒闭，联邦政府要求国民银行对它们的存款保留准备金。虽然一些准备金必须以通货形态保存在银行的金库中，但是银行（除了设在３家最大的金融中心的银行之外）可以将它们的一部分准备金作为存款存放在大城市的银行里。当这些银行随后要提取这些准备金时，处于金融中心的银行将发现自己的准备金不足，从而不得不催收它们贷给货币市场与股票市场经纪人的一些短期贷款。其结果是造成利率急剧上升，有时还会带来金融恐慌—— 这时银行不能

达到法定准备要求。[①] 然而，银行曾经采取一种措施来减少金融恐慌的冲击。它们联合一致停止向公众支付通货，而代之以票据交换所凭据。这是一种可以用于存款的票据，因此在许多情况下也可被接受而用于支付，但往往要附带一定的折价。此外，这时仍然使用支票进行支付。

由于不存在能够调节货币供给以适应货币需求的中央银行，货币的供给量就不能根据需求量的变化而增加。因此，在秋天因为收获季节使货币需求量增大、并且利率将升高时，人们经常抱怨货币的“短缺”（从货币供给应该根据货币需求而增加的意义上来看，这些抱怨是否合理属于另一回事，我们将在第 21 章再作讨论）。与此相关的一种抱怨是，在金融恐慌时期缺乏额外通货以应付公众扩大了的通货需求。因为担心银行倒闭的人们试图将存款转换为通货，因而扩大了对通货的需求。银行倒闭是经常发生的，那些受管制不如国民银行严格，增加速度又较快的州特许银行更是这样。

1907 年，国家经历了严重的经济衰退，同时由于人们对过去银行制度的不满，导致了国民货币委员会的成立。经过详尽的研究，该委员会提议建立中央银行系统，即后来的联邦储备系统。但是由于人们担心它将被银行家所操纵或成为银行卡特尔，创建中央银行的主张遭到了激烈的反对。直到 1913 年这些阻力才被克服，并由伍德罗·威尔逊总统签署了联邦储备法。

---

① 此外，有些银行宁可关门倒闭，也不愿动用准备金，因此这些准备金并不起多少作用。

我们将在第 7 章详尽地论述联邦储备系统，但在这里我们要说明试图以这种新体系去解决围绕着国民银行制度所出现之问题的一些办法。例如，支票现在可以通过联邦储备系统来清算，而不必再像以往那样经过一系列的银行流转。法定准备金起先必须存入联邦储备系统，而不是其他银行（随后也允许银行以自己的库存现金形式持有准备金）。通过允许银行向联邦储备系统借款，促使货币供给更能适应对货币的需求。但是，使银行更为安全的意图却惨遭失败。在 1931—1933 年期间倒闭的银行较之其他任何时期都更多。

特许、检查与会员银行

政府对银行的控制分几个层次进行。首先，银行要经过批准，准备设立的银行必须或获得联邦政府特许（通过货币监理官）而成为一家国民银行，或获得所属州政府特许（通过州银行管理机构）成为州银行。

政府控制银行的第二个层次是联邦储备系统。虽然它的主要职能是执行货币政策，但它也要对银行施加管制。所有的国民银行都必须参加联邦储备系统而成为它的会员银行——这一术语总是指联邦储备系统的会员银行；而州银行却不一定非参加不可。第三个层次是联邦存款保险公司。所有的会员银行都必须参加该公司，非会员银行如果符合它的接

纳标准也可以参加。图3·1表明了这些政府机构间的关系。

图3.1 银行管制结构 对银行施加管制的机构的数目取决于银行的种类，国民银行要受到货币监理官、联邦储备系统和联邦存款保险公司的管制。在另一方面，未投保的银行仅接受州银行管理机构的管制。

虽然我们无法获得未投保银行数目的最近数据，但在1982年的未投保银行不到全部银行数的4%，且它们仅持有全部银行资产的1%。表3·1列示了各种类型银行的分布情况。虽然会员银行不到全部银行数的一半，但它们持有的资产超过全部银行资产的四分之三；国民银行占全部银行的三分之一，但它们持有全部银行资产的一半以上。

表 3.1 各类商业银行的分布情况

	占全部银行的百分比	占全部银行资产的百分比
会员银行	41.1	77.9
国民银行	33.8	59.7
州银行	7.3	18.2
非分员银行	58.9	22.1

注：包括信托公司。它们是一种像商业银行那样营业，但在特许权方面有所不同的机构。

〔资料来源〕 联邦存款保险公司：《银行业统计》，1984年，第32－33页

国民银行开始经营以后，它与政府有着许多方面的联系。这种联系的形式之一就是检查。货币监理官的职员称为检查员，他们对每家国民银行进行事先不通知的访问，访问的次数取决于检查员认为该银行具有的风险。虽然银行检查的一个目的在于防止舞弊，但它不是主要目的。检查的重点是，银行是否遵守关于持有资产的各种条例和法规，它的资产是否以稳固的价值入帐，以及它持有的证券和放出的贷款是否包含过大的风险。如果某种证券被认为具有太大的风险，检查员可以命令银行将其售出。如果一笔贷款能否偿还确有疑问，检查员可以命令银行将它“归类”为“坏帐损失”、“可疑帐款”或“次等贷款”等几类。根据这些特殊的分类，银行可能必须停止把它从贷款上收取的利息作为收益；或者可能必

须从它的利润中提出一部分作为特定准备金，以防止该贷款造成的损失；或者可能不得不注销该贷款而全部转作损失。由于银行必须保持一个可接受的资本与存款的最小比例，由注销损失的贷款或低价售出低质量证券所造成的资本减少，可能迫使银行筹措更多的资本或抑制存款的增加。并且银行不得不注销贷款的事实可能会使它的股票跌价而损害该银行。显然，决定贷款和证券的质量好坏带有主观判断性，在这方面必然会引起银行和检查员之间的争论。然而，在某些情况下银行主管对检查员的建议是表示欢迎的，因为检查员作为局外人士能比银行职员们提出更为客观的评价。①

检查员根据银行的资本适应力（Capital Adequacy）、管理水平（Management）、盈利能力（Earning）及流动性（Liquidity），把全部银行分成5种类型（这种评价通常根据上述几个标志的第一个字母称作CAMEL）。它将决定对一家银行需要多长的间隔时间进行检查。倘若一家银行已被划归为有问题银行的消息泄漏出去（就像偶尔发生的那样），无论是该银行的顾客，或是它的股东都会产生不利的反应。

然而，银行检查员的能力容易被夸大，尤其是当他们和大银行打交道的时候。这些银行是非常复杂的机构，检查员往往难以获得足够的知识以便能与银行职员及其律师进行成功的争论。例如，货币监理官办公室一位高级职员的一段话曾一度被人们引用：“我怎么能告诉戴维·洛克菲勒应该如何

① 由于银行检查员逐渐熟悉了许多银行的经营方法，从而掌握了银行业务的全面知识，某些银行喜欢雇佣卸职的银行检查员。

管理他的银行？因为我在一生中从来没有赚到超过４万美元的钱。”[①] 然而，小银行则是比较容易对付的。所以，最近的一项研究就银行资本作了下述结论：

> 缺乏客观标准造成了困难。除非银行自己要求特别照顾，检查员只会极力督促或试图说服银行应该增加资本。这样，要争辩什么是适当或不适当的资本将是困难的，尽管并不是不可能解决的……当银行决定不予合作时，实施进程就要受到耽搁。检查员确实发现了一些不合法和不合理的行为，但也会发生很多遗漏。在大银行中，他们很可能被琐碎的细节所淹没……[②]

除了批准特许权的当局之外，联邦储备系统也有权检查会员银行，联邦存款保险公司则有权检查投保银行。然而为了避免重复检查、甚至是三度检查，联邦储备系统通常把国民银行留给货币监理官检查,而只检查州特许的会员银行。与此相似,联邦存款保险公司通常只检查投保的非会员银行。如表３·１所示，会员银行超过全部银行的三分之一，不过其中只有少数是州银行。过去许多银行不参加联邦储备系统的原因是，当时联邦储备系统对会员银行规定了相当高的法定准备比率。相比之下非会员银行仅须遵守该州设定的宽松得多的准备比率。但是，关于法定准备比率的法规在 1980 年作了修订，自 1988 年以后所有的银行都将面临同样的准备比率，从而使准备比率不再是成为联邦储备系统会员银行的障碍。但是，会员银行仍然必须遵守一些比相应的州银行条例更为

---

① 《纽约时报》，1977 年 12 月 22 日，第 49 版。

② 谢尔曼·梅塞尔等著：《衡量商业银行的风险与适宜资本》，芝加哥大学出版社/国家经济研究所（芝加哥）1981 年版，第 150 页。

严格的联邦储备法令。对于大银行来说，成为会员银行的好处在于它们可以作为城市代理银行而很方便地行事。这种活动我们将在本章稍后加以论述。此外，联邦储备系统会员资格会提高一家银行的威望和地位。

银行资本

银行必须遵守最低资本要求。银行股本或原始资本是股东在该银行的业主权益。它主要以已发行股票、公积金及留存收益体现在资产负债表上。除了股本之外，银行还可以将它们售出的平均到期日至少7年的债券所获得的长期资金作为其资本的一部分。这种次级资本（Secondary Capital）主要适用于一些大银行。

规定资本要求的目的是为联邦存款保险公司和未投保的存款人提供一个安全的缓冲垫。拥有较大股本之所以有助于银行安全，是因为资本代表补偿损失的资金，从而不会危及银行向债权人偿还债务的能力。假设银行资本为其资产的5%，那么即使由于不可靠的贷款造成银行损失了5%的资产，它的债权人仍然可以得到偿还。在这时，蒙受损失的只是股东。而保护股东并不是进行银行管制的立法理由，因为他们对如何投资应当自行负责。

从银行的观点看，以一定量的资本作为缓冲垫显然是可

取的。它不仅确实有助于保护银行股东避免遭受银行倒闭的危险，而且还能由于较高的资本比率而使工商业借款人以及大额存款人感到放心。发展对银行的借贷关系是要耗费时间的，企业更愿意向明年还可以放款的银行借款。然而，追加资本而产生的边际收益在达到某个值后是会下降的。例如，假定银行相对其负债已有很高的股本，那么，它倒闭的可能性是如此之小，以致于追加再多的资本都不会对潜在的顾客产生多大的影响。

与此同时，银行的每1美元资产中拥有的股权愈多，应当分摊银行收益的那种资本数量就愈大。例如，假设银行赚取了占其总资产 1%的利润，如果股本是总资产的 10%，那么 1%的资产收益对银行股东就表现为 10%的资本收益；另一方面，如果银行的资产收益仍为 1%，而股本对资产的比率仅有 5%，那么股东就可获得 20%的资本收益。因此，每一家银行都存在着一个股本对资产的最优比率，在这个比率上追加资本的边际收益正好被它的损失所抵消。

但是，从银行的观点来看，资本存量以及承担的风险已经达到了最优，而从社会的观点来看，资本存量却不足，承担的风险却过大。倘若银行倒闭时只是该银行蒙受损失，那么社会和个人承担风险的成本将是一样的。但实际情况并不是如此。如果一家银行倒闭，联邦存款保险公司就必须介入并援救投保的存款人；此外，一些存款金额超过保险限额的存款人可能要蒙受损失。更重要的是，如果一家大银行倒闭，或许多家小银行几乎同时倒闭，那么社会公众可能会对其他银行也失去信心并试图向它们提取存款，因而导致这些银行

随之倒闭。

当银行决定它应当接受多大风险时，并未考虑这些由于它可能倒闭而引起的外都成本。它通常选择一个风险水平，使其承担风险的边际损失正好等于承担该风险的边际收益。因而它接受的风险大于社会公认的适宜风险。这就是政府应该干预和限制银行承担的风险程度的一个原因。其方法或是限制银行贷款和证券的风险，或是要求银行持有大于在没有管制情况下可能持有的更多的资本。

银行应该持有的资本数额取决于它的规模。显然，资产为 100 万美元的银行不必拥有资产为 10 亿美元的银行所需拥有的那样多资本。但是，资产为 100 亿美元的银行所需的资本不见得必须是资产为 1000 万美元的银行所持有资本的 1000 倍。大银行持有多样化的资产，因而能够更好地预测它的损失。其次，虽然舞弊行为常常导致银行倒闭，但是像 1 亿美元这样的舞弊行为几乎是完全不可能的。因而一家拥有 3 亿美元资本、且资产为 100 亿美元的银行因舞弊而破产的可能性就要比一家拥有 50 万美元资本、且资产为 1000 万美元的银行小得多。而且，银行所需资本的数额还取决于资产的分散投放情况。如果贷款高度集中在少数行业，很可能面临许多企业同时破产的危险。因而这样的银行就需要较多的资本。

决定银行资本要求的另一个因素是它的资产风险。例如，倘若银行主要持有政府证券，它所需要的资本对资产的比率就会比它主要持有对有风险企业的贷款时低得多。

当前（1986 年）的银行法令要求银行拥有的资本总数不

少于调整后的资产的 6%，而承担特殊风险的银行则应持有高于这个比率的资本。在这个 6%资本额中至少应有 5．5%必须是原始资本。之所以允许银行将其长期借款列入总资本比率计算，是因为这些债券持有人的要求权从属于存款人的要求权和联邦存款保险公司的或有负债。借入资本在银行倒闭时和原始资本一样可以保护存款人和联邦存款保险公司。既然这样，那么为什么又不允许银行只拥有借入资本而不拥有原始资本呢？理由是，借入资本在下述方面不如原始资本：即使银行已经处于亏损，它也得继续支付这些债券的利息；而在绝对必要的情况下，银行却可以减少或取消对原始资本发放股息。因此，借入资本在总资本中的比率愈高，银行因无力承担它的全部支付要求因而趋于倒闭的危险也就愈大。

存 款 保 险

在 1930—1933 年期间出现的大量银行倒闭现象，促使联邦存款保险公司于 1934 年开业。现在几乎所有的银行都已参加了联邦存款保险公司。[①] 这毫不奇怪，因为联邦存款保险公

① 投保银行是联邦存款保险公司的会员事实上是法定术语（但却普遍使用），投保银行并不控制联邦存款保险公司。联邦存款保险公司的理事会是由总统任命的，而它所积累的资金也不属于会员银行。

司的会员资格使一家银行在吸收存款的竞争中比未投保银行占有较大优势。由于竞争的压力以及各州不愿意给未投保银行签发特许权，使得几乎每家银行都有必要取得联邦存款保险公司的会员资格。实际上联邦存款保险公司几乎对任何一家新银行的成立都有否决权。联邦存款保险公司除了为商业银行保险外，还为互助储蓄银行（这种机构将在第5章讨论）提供保险。

根据银行支付的保险费用，联邦存款保险公司将对最高限额为10万美元的存款进行保险。倘若某个存款人在一家银行以自己的名义开立几个帐户，对他的存款的保险总额仍然不超过10万美元。但是，倘若某人有几个不同名义的帐户（例如，私人存款帐户、与生意合伙人联合的帐户或与配偶联名的帐户），或者这些帐户有不同的收款人（例如，它是一种信托基金），那么对这些帐户的每一种都分别可以保险10万美元。同样，倘若某人在几家银行开立存款帐户，所有这些帐户都会被保险。虽然几乎所有的存款帐户都得到保险，但是极少数不被保险的存款帐户往往包括了很大的金额，以致于只有大约四分之三的存款额是有保险的。然而大额存款人事实上也常常可以得到这种保护，也就是，如果他们有一笔来自已倒闭银行的贷款，他们可以从欠该银行的帐款中扣除自己的存款金额。

规定了10万美元保险限额并不意味着在大多数银行倒闭时较大额存款人将遭受损失，因为联邦存款保险公司处理银行倒闭的方法使得这种损失极少发生。一种方法称为存款承担（deposit assumption），即联邦存款保险公司将濒临倒

闭的银行并入稳健的银行 (联邦存款保险公司常常以提供补助金来劝诱稳健的银行进行这种合并)。由于稳健的银行承担了将要倒闭的银行的全部负债，其中包括10万美元以上的存款，大额存款人并不会遭受任何损失。[①] 对濒临倒闭的银行的这种处理方法已经成为极普遍的惯例，尤其对大银行更是这样。因为这些大银行的倒闭可能导致许多工商业存款人的破产，而且很可能会使其他银行跟着倒闭。

第二种处理濒临倒闭的银行的方法，即联邦存款保险公司已经偶尔应用于小银行及一度应用于中等规模银行的办法是，索性让该银行倒闭并赔偿最高限额为10万美元的存款。但在1986年，联邦存款保险公司宣布目前一般避免使用这种办法，代之以采取银行合并的方法，从而保护所有的存款。虽然这似乎只是一种临时性措施，但它也可能变成永久性的措施。联邦存款保险公司还宣布它将要求国会准许它接管并暂时经营那些濒于倒闭的银行。[②]

究竟为什么要规定10万美元的限额呢？为什么不通过给所有存款全部提供保险而使这种法律与通行的惯例一致起来呢？这是为了防止所有银行发生挤兑存款。联邦存款保险公司的设立消除了小额存款人的挤兑。但是，虽然有10万美元

---

① 然而，如果你有一笔未偿还的银行贷款，联邦存款保险公司将从你的存款金额中扣除这笔贷款的价值，而付给你的仅是差额，这种冲销规定可以大大减少联邦存款保险公司必须赔偿的金额。

② 联邦存款保险公司还有其他一些处理濒临倒闭的银行的方法 (不过很少采用)。例如，像我们将要论述的那样，当伊利诺斯大陆银行濒临倒闭时，联邦存款保险公司向该银行提供资金以换取它的股票。

的保险限额，大额存款人和银行的其他债权人，如向银行转售联邦资金的那些人，仍然有可能向一家传闻将要倒闭的银行挤兑。

之所以不修订这一法规从而使所有存款都完全保险，原因不是成本太大，因为这并不会使联邦存款保险公司增加多少支出；保护所有存款这种做法的问题在于，这会使大额存款人失去必须审慎选择银行的压力。只要存在着一个保险限额，就能促使大额存款人，主要是工商企业，避开承担了太多风险的银行。因此，这将迫使银行遵照安全性的方针行事。这种存款人监督就成为联邦存款保险公司监督的补充。

但是存款人监督所起的有效作用是很不明显的。

联邦存款保险公司与银行倒闭

联邦存款保险公司的历史可以分为两个阶段。第一阶段从1934年到60年代中期。这一时期内只有少数银行倒闭，且它们的规模都较小。这里的部分原因是由于老银行家们对大萧条时期的大量银行倒闭记忆犹新。此外，经历了第二次世界大战的各银行都持有大量的政府债券，它们只能缓慢地脱手。但如图3·2所示，从60年代中期起，银行倒闭已经明显增加。不仅有更多的银行倒闭，而且倒闭的银行不再限于小银行。从1946年到1970年，已倒闭银行的平均存款额约

为 1400 万美元，其中最大的倒闭银行仅持有 4000 万美元存款。

银行倒闭的频率和规模于 1972 年开始有了显著的变化，当时底特律的一家大银行—— 英联邦银行，遭受了巨大的损失。联邦存款保险公司不得不向它提供资金以维持它的生存。而在 1973 年出现了第一家资产为 10 亿美元的大银行即圣地亚哥的美国国民银行的清盘。这样一家大银行因其总经理管理不善而遭致破败实属罕见。

第二个冲击牵涉到富兰克林国民银行—— 当时它是排在第 20 位的最大银行，其存款接近 30 亿美元。这家主要依靠发放风险贷款而飞速扩展的纽约银行在 1974 年宣布，由于外汇交易失利，它必须削减股息。而大银行一般是不会削减股息的，因而这一举动使大额存款人及向它放款的其他银行大为恐慌。结果造成资金从富兰克林银行纷纷流出，以致它不得不向联邦储备系统借入 17．5 亿美元的空前巨款。它以这种借款维持营业，直到 1974 年 10 月由联邦存款保险公司接收了它的许多呆帐贷款后才能把它并入其他银行。

1980 年，费城的一家大银行—— 宾夕法尼亚第一银行，由于在债券投资中承担了过大的利率风险以及发放了 (事实

上）太多的风险贷款，结果面临倒闭，而只得靠其他大银行和联邦存款保险公司的贷款才摆脱困境。在1981年11月，联邦存款保险公司花了近5亿美元，才把另一家由于利率风险过大而濒临倒闭的格林威治储蓄银行并入其他的储蓄银行。

俄克拉荷马州的一家中等规模银行——宾夕法尼亚广场银行，依靠发放高风险贷款迅速发展了起来：在短短5年内资产从3000万美元增加到5亿美元。但它于1982年当石油价格下跌时显露出其贷款质量极为低劣，从而导致破产。由于难以确定它的或有负债数额，联邦存款保险公司无法找到另一家愿意按其可以接受的方式与这家破产银行合并的银行。因而，联邦存款保险公司赔偿了小额存款人，而且第一次使为数众多的大额存款人也承担了损失。

通常，像宾夕法尼亚广场银行这样的中等规模银行的倒闭不会产生全国性的影响。但这家银行是因为把它的大量贷款转售给其他银行而倒闭的。① 许多银行在购买这些贷款时没有充分检查它们的质量；它们现在发现这些贷款中有许多可能无法如数偿还，因而有些银行这时也陷入了困境。其中之一是西北太平洋地区的一家大银行——第一海运银行。联邦存款保险公司不得不采取异常措施将它与另外一个州的一家大银行——加利福尼亚州的美洲银行合并。宾夕法尼亚广场银行倒闭的一个更为惨重的受害者是当时拥有400亿美元存款的第八大银行——伊利诺斯大陆银行。这家银行自己也

---

① 银行可以售出贷款，通常由它们继续收取利息以及最终收回本金，但是要把这些交付转给该贷款的购买者。

发放了许多不稳妥的贷款，此外，大额存款人的存款及其他银行放款在其资金中的比例非常之大，以致处于异乎寻常的脆弱状况。未投保的大额债权人一旦听说银行可能陷入困境就会抽回他们的资金（正如有些人所评价的那样：在根据蛛丝马迹对付恐慌这点上，货币经营者都是受过特殊训练的）。

因而，在 1984 年 5 月，伊利诺斯大陆银行面临大量的资金外流。为了弥补外流的资金，该银行向联邦储备系统借了异常大的一笔巨款—— 40 亿美元。此外，大银行财团同意给它一个 53 亿美元的信贷额度，而且银行管理机构和某些大银行也提供了 20 亿美元的资本注入。但即使采取了这些措施，仍然不能阻止对它的挤兑。因此联邦存款保险公司采取了空前未有的步骤，担保了这家银行的所有存款及其他负债而不论其数额多大。但是挤兑仍在继续。大概债权人都担心一旦该银行倒闭，联邦存款保险公司可能会使他们等待较长时期后才能取回自己的资金。

这时必须采取某些其他措施。由于伊利诺斯大陆银行像是难以吞咽的大块食物，没有一家银行愿意冒风险按联邦存款保险公司可以接受的方式与它合并，因而在 1984 年 7 月联邦存款保险公司采取了改组该银行的严厉步骤：它提供 10 亿美元追加资本，并向该银行按足面值买下 45 亿美元可疑贷款。作为回报它得到该银行的 80%的所有权，以及如果该银行的损失超过其获得股本价值的 80%，则它可以按每股 1/100 美分继续“购买”该银行的剩余股权。显而易见联邦存款保险公司将不得不行使这一权利，从而彻底消除该银行股东的权益。最近（1986 年 5 月），联邦存款保险公司正计划售出它

所持有的该银行股份。它还解散了该银行的上层管理机构。

伊利诺斯大陆银行事件引出了关于联邦存款保险公司处理银行倒闭的某些尚无法回答的大问题：联邦存款保险公司事实上将该银行国有化的做法正确吗？在它有时听任较小银行的大额存款人遭受损失的情况下，是否应当对伊利诺斯大陆银行的大额存款人做出这样的保护？或者说，它是否应当让该银行倒闭，而承担可能由此造成的向其他大银行挤兑的风险？

为援救伊利诺斯大陆银行所采取的一切措施，至少已暂时损害了联邦存款保险公司先前采取的依靠大额存款人的独立压力阻止银行承担过大风险的方针。如果没有这方面的压力，联邦存款保险公司是否有能力控制各银行承接过量的风险呢？

关于银行倒闭问题的这些探讨可能表达了银行倒闭是一种灾难的观点。显然，从浪费资源和使人们痛苦的观点来看，任何企业破产都是坏事。但是破产对于保持经营效率，以及从那些资源使用不当的方面收回资源却是必要的。像其他行业的破产一样，银行倒闭的确也能起一些有益的作用。甚至一家或几家大银行的倒闭也未必是全国性的灾难。已投保的小额存款人不会向其他银行挤兑。大额存款人会向他们认为有风险的银行挤兑，但这并不会减少银行准备金，从而也不会减少银行存款，因为他们必须将资金存入其他银行。一家企业从风险银行提取 5000 万美元，但它绝不会以通货形式持有这笔资金。

支 票 清 算

现在，我们从上述重大的但属于偶然性的问题转向另一个较次要但经常面临的问题。假设对一家银行开出的支票被存入另一家银行，这张支票如何清算，即如何提交支付？由于必须清算大量支票—— 每天大约有 6500 万美元，人们已建立了进行这项工作的复杂体系。一种机构是票据交换所，这通常是各地方银行的一种组织。这些银行在每个工作日聚会几个小时，每家银行来到票据交换所并拿出它已收到的对属于该票据交换所的其他银行开出的支票。然后各银行互相冲销它们的要求权和负债。具有净债权的银行可以立即得到支付。

对其他城市的银行开出的支票通常由联邦储备系统的清算系统划转。倘若对同一联邦储备区内银行开出支票并要求提款的话，联邦储备银行直接借记应支付款项的银行在它那里的帐户；倘若支票是对另一联邦储备区的某家银行开出的，这一联邦储备银行就将这张支票转给该地区的联邦储备银行，然后由它借记该银行的帐户。存款银行在一两天后即可从它们在联邦储备系统的帐户上收到款项，这取决于支票传送的距离。然而银行一般不允许存款人在几天内（有时两周或更长些）就提取资金，这是为了保护银行避免支票拒付损

失。

这一支票清算系统可能将有显著的变化。1980年国会批准联邦储备系统向银行收取清算支票的费用，而在此之前它的支票清算是免费的。这意味着私营公司现在可以和联邦储备系统进行竞争。倘若它们能够以更低廉、更良好的方式清算支票，它们就有可能抢走联邦储备系统的许多业务。事实上，它们现在已经接收了这一市场的相当一部分业务量。

为了节省时间以便更快地赚取利息，大部分的大笔支付是通过电汇而不是支票来转帐的。通过电汇转帐的金额是巨大的。在有些日子里，由联邦储备系统和各银行自己建立的清算系统（CHIPS）划转金额的合计数超过10000亿美元。

代 理 银 行

银行之间的私下联系网络称为代理行制度，它使各银行互相联系起来，并消除了由于存在如此众多的孤立小银行所带来的不便。在这种代理行制度下，乡镇的代理银行将把存款，主要是活期存款，存入大城市的代理银行，常常是存入几家不同的代理银行。这些存款的数额也并不算少，在目前约占全部存款总额的１．5%。

城市银行则以向它们的乡镇代理银行提供多种服务作为对这些存款的回报。一种重要的服务是应用比联邦储备系统

的做法更为便利的方式清算支票。此外，城市银行直接向乡镇银行提供贷款，或者参与由乡镇银行发放的、因数额较大以致乡镇银行难以单独地发放的贷款。或者相反，贷款机会太少的乡镇银行可以参与城市银行发放的有利可图的贷款。城市代理银行为乡镇代理银行提供的各种其他服务还包括：售出和购进证券、协助进入联邦资金市场（一般地说是准备金的市场）、提供投资建议和日常业务指导，以及代它的顾客买卖外汇。因而，城市代理银行向乡镇银行提供了许多像大银行的分行提供给它的各支行的那些服务。

控 股 公 司

控股公司是以被控制的一家或几家公司的股票作为其资产的公司。这种财务结构在许多行业中都被采用。在银行业中，它有时被用于规避银行法规的限制。有许多州不允许银行设立分行，但银行仍然可以组织一家持有几家银行的控制股权的控股公司。在许多情况下银行可以利用这种控股公司在其他州经营变相的分行。但是在银行业中控股公司的一个更重要的作用是要避开防止银行进入其他行业的那些限制。银行控股公司可以获准在其他行业中设立与银行业务有“密切关联”的子公司，如财务公司、电子计算机服务公司、信

用卡公司、证券经纪人贴现公司，等等。[①]

可以参与其他行业只不过是设立控股公司的好处之一。控股公司对大银行的另一个重要的好处是，它可以在不允许银行自身采用的筹资方式下为该银行筹集资金。例如，银行本身不能发行商业票据（一种短期借据），从而不能以这种方式借入短期资金，但一家银行控股公司却可以自身的名义这样做，然后把这些资金转给自己的银行。

因此，国家的所有大银行之所以都从属于控股公司是毫不奇怪的。而且商业银行总资产中约有四分之三被隶属于控股公司的银行所占有。虽然从立法的角度看，控股公司拥有银行，但在实际上，控股公司是由银行建立并受银行操纵的一种组织。控股公司中的非银行资产较之银行资产仅占很小的份额。

银行业的集中

在美国大约有15000家商业银行。1977年，10家最大的

---

① 要与银行业“密切关联”，其活动至少必须符合下列标准之一：⑴ 相当多的银行若干年来已开展了这些活动；⑵ 包括接受存款和对外放款；⑶ 它是对银行服务的补充，例如，出售那种当借款人万一死亡时能为其向银行还清债务的人寿保险；⑷ 银行具有专门经验的活动，如数据处理。

银行组织仅持有国内存款总额的17%，而100家最大的银行则持有45%。很少行业会有这么多企业并如此分散，因而人们可能认为在银行业内不存在“垄断问题”。的确，人们可能怀疑问题不是在于银行太多，即多到得不到规模的效益以及不能对银行顾客提供足够范围的服务。然而实证数据告诉我们，一旦银行的规模超过了最适宜的程度，由经营规模而获得的效益可能并不是最大的。

银行业是一个不集中的行业，这个事实并不意味着不存在不完全的银行竞争问题。大企业可以向全国各地的任何一家银行借款，而仅为当地所知的小企业却只能向本地的银行借款。外地银行是不值得为贷款给这些小企业而搜集有关信息的。而在农场区里可能只有1家银行。1973年，在占乡镇数的13%的地区仅有1家银行。

当然，从全国范围看银行业是很不集中的。表3·2列示了10家最大的银行，表3·3则列示了银行规模的分布情况。

至于居民存款人，他们一般是与当地的银行打交道，因而生活在某些地区的居民可能有不完全的竞争性选择。储蓄贷款协会和互助储蓄银行确实向存款人提供了重要的竞争性选择。此外，随着自动出纳机和其他形式的电子银行业务的扩大，如果当地银行不能提供令人满意的服务，存款人可以更容易地利用外地的银行服务。

表3.2 美国十大银行集团（截止于1985年）

银行控股公司		总资产（10亿美元）	外国存款占存款总额的百分比	资本比率[a]（%）
1．花旗银行	纽约	173．6	52	3．9
2．美洲银行	旧金山	118．5	32	3．5
3．大通曼哈顿银行	纽约	87．7	47	4．1
4．汉华实业银行	纽约	76．5	44	3．7
5．摩根保证信托银行（合股）	纽约	69．4	65	5．7
6．化学银行	纽约	57．0	34	4．2
7．太平洋国民证券银行	洛杉矶	53．5	21	4．4
8．银行信托公司	纽约	50．6	58	4．6
9．加利福尼亚第一州际银行	洛杉矶	49．0	5	4．8
10．芝加哥第一国民银行	芝加哥	38．9	47	4．2

a：只包括股本。

〔资料来源〕《商业周报》，1986年4月7日，第66页。

表 3．8　美国已投保商业银行规模的分布情况

1984 年 12 月 31 日

银行总资产(100 万美元)	占全部银行的百分比	占全部资产的百分比
小于 25	38．3	3．2
25—50	26．0	5．4
50—100	18．9	7．6
100—300	11．7	10．8
300—500	1．8	4．0
500—1000	1．4	5．7
1000—5000	1．2	12．1
5000—10000	0．5	16．9
10000 和 10000 以上	0．2	34．5

〔资料来源〕　联邦存款保险公司：《银行统计》，1984 年，第 22 页。

银行分支机构

直到最近，银行设立分支机构仍然受到严格的限制。在某些州，如加利福尼亚州，准许银行不受限制地设立分支机构；另外一些州，如伊利诺斯州，则禁止银行开展一切分支

行业务。而大多数的州虽允许银行开展分支行业务，但有着严格的限制。例如，可能允许银行仅在与它的总行或主要业务机构所在地毗邻的市镇设立分支机构。银行跨州开设分支机构仍然是被禁止的，即使银行控股公司也不能兼并其他州的银行，除非得到该州的特别批准，但这种情况是极为少见的。①

目前，对银行设立分支机构的大多数阻力已经消失，这或者是因为有关的银行法令已经改变，或者是因为银行找到了避开法令限制的办法。各州现在都放宽了它们对银行设立分支机构的法令限制，并允许在本州范围内开展分支行业务。经过大量的争论，现在也允许通常由控股公司开展的州际银行业务。实现州际银行往来的一种途径是由某地区的几个州之间签订协议。这些协议允许这些州中的任何一个州的银行控股公司在签约的另一个州内购买银行或开设新银行。某些州已经允许纽约州的大银行进入该州以换取特定的利益，如提供就业，或者合并该州内濒临倒闭的银行或储蓄机构。

银行也在尽量钻联邦法令的空子。阻止银行控股公司在另一个州拥有银行的法令把银行定义为发放工商业贷款和吸收存款的机构。因此，某些银行控股公司在其他州买下银行后就立即售出它们的工商业贷款，从而使这些银行不再被定义为银行。于是这些所谓的“有限服务银行”或“非银行的银行”可以继续吸收存款并发放消费贷款或抵押贷款。它们

---

① 当禁止控股公司拥有其他州的银行的法令通过时，某些银行控股公司已经拥有这种银行，它们获许保留这些银行。

不能发放工商业贷款实际上是无关紧要的，因为不管怎样银行法令都允许银行在其他州设立“生产借款办事处”以便提供工商业贷款。有限服务银行还为那些企图进入金融服务行业的大工商企业提供了方便手段。例如西尔斯—罗巴克公司就是通过它属下的一家小型有限服务银行来发行它的“发现”信用卡。

多年来，大银行一直试图说服国会取消对银行开展分支行业务的限制，但至今尚未获得成功。然而，除非国会修订有关法令以限制有限服务银行，否则联邦政府禁止州际银行业务的法令对于那些企望在不止一个州内开业的银行来说只不过是造成一点小麻烦而已。

限制分支行业务（无论是在一个州境内的，还是州际范围的）的法规是否合理？这些法规确实抑制了大银行的发展及随之而来的经济力量的集中。但是，从美国的国家规模来看，即使对银行分支机构完全不加限制，少数银行要想像加拿大和英国那样成功地支配整个银行业也是不太可能的。银行业的经营规模并不能达到那么大。在分支行业务不受限制的加利福尼亚州，小银行仍然可以和大银行的分支行体系同时并存。同样地，当纽约的城市银行得到许可在纽约州的北部开设分行时，当地银行仍有能力和这些庞大的银行竞争。

限制银行设立分支机构的法令虽然是为了限制经济力量的大量集中，但也起了保护小城市里银行的独占和垄断地位的作用。在许多地区，市场尚未大到足以容纳一家以上的独立银行，但除了该银行外它可以承受另一家银行的分行。在这种情况下，开展分支行业务将会减少垄断势力。此外，在

其他行业中，当一家企业垄断了当地市场，它不能不担心如果它设定的价格太高将导致其他企业进入它的市场。然而，对银行设立分支机构的管制阻止了一家银行进入其他银行的市场，因而地方银行业在扩张其垄断地位方面是更为安全的。所以，许多经济学家都认为，对银行的分支行业务的限制常常是以减少竞争的代价来保护小企业的。[①] 然而这种观点已经受到其他论点的挑战，即实证证据表明放宽对银行设立分支机构的管制实际上并不会增加竞争，因为银行进入新市场的办法不是依靠开设新分行，而是通过与这些市场上的现有银行进行合并。[②]

银行由于各种原因而实行合并。有时它是一种避开禁止设立分支机构的银行法令的办法；而有时它又是使资本由低经济增长地区较容易地流入资本收益率较高的经济迅速增长地区的一种途径。此外，许多合并使得经营效率较高的银行接管那些无生气的、管理不善的银行，从而提高整个银行业的效率。这种消除平庸管理的手段是非常必要的，因为银行法令禁止高效率银行挤占市场并迫使低效率银行倒闭。此外，银行合并在允许经理人员将银行资产多样化的同时，还能满足管理当局对经营增长的偏好。而且对许多小银行来说，合

---

① 这里的问题是要区别公众和专业人员对垄断的定义，公众常常把巨大的公司看成垄断者，而经济学家则是按需求曲线弹性给垄断下定义。较宽松的分支行管制可能会造就大银行，但它也会使许多银行的需求曲线弹性增长。

② 可参阅斯蒂芬·罗德斯的实际例证调查：《州际银行业的竞争作用》，载《联邦储备公报》第66期（1980年1月），第1—8页。

并还是银行家可以在引退的情况下售出银行并为银行提供新的管理方式的一种手段。

人们极为关心银行合并对竞争的影响。显然，倘若某城市有5家银行，当它们合并为一家时，则竞争就不存在了。如果是不同城市之间的银行进行合并，那么竞争是否会减少就较难判断了。只有在进行合并的银行至少对一部分顾客而言是潜在的竞争者，即这些银行的市场范围已有重迭的时候，竞争才会被减少。

银行法令禁止那些会“显著地”减少竞争的合并，但这只是一个已经引起许多法律争议的模糊标准。银行在许多不同的市场上经营，如存款市场、工商业贷款市场、消费贷款市场，等等。有些工商业顾客可以在国内任何地方借款，而其他一些顾客则办不到。因此，要对银行的服务“市场”下定义是困难的，从而也难以确定银行合并是否在实际上减少了竞争。负责实施反托拉斯法的司法部和联邦储备系统有时对潜在竞争的涵义发生争论：如果阻止银行合并，受挫的兼并者也许会建立自己的新分行，从而又会增加竞争。很明显，这种争论是难以评价的。而且一般地说，法院一直都没有认真地看待这种争论。

银行贷款的社会管制

一系列法规都试图保护银行顾客免受剥削和歧视。一个明显的例证是州高利贷法,它规定了消费贷款的利率上限。这些法规的根据是,有些人缺少保护自己免受剥削的金融经验,或者放款人之间的竞争是不完全的。然而，如果某一州的法案规定的利率上限低于公平的利率，贷款人也许根本就不会在该州放款,或者他们可能仅仅对那些最有信誉的顾客放款,从而使得高利贷法企图保护的大部分人可能经常得不到贷款。

联邦的诚实贷款法要求为借款人提供足够的信息，以便使他们能够比较不同贷款人所收取的利率。在该法案通过以前，这种比较常常是难以进行的。但为顾客增加额外信息的效益是否与银行依法案付出的费用相匹配，则是一个有争议的问题。另一项法令规定，如果顾客以信贷赊购的物品有缺陷,可以不必继续支付贷款,从而也起到保护顾客的作用。其他法令还禁止带有种族、性别、年龄或宗教方面歧视的贷款。其中一条法令明确禁止银行划分贷款禁区 (redlining) 的做法，即银行拒绝或不愿意对某些地区例如具有大量少数民族居民的内地城镇进行放款。但银行在实际上究竟把多少地区划为贷款禁区呢？这是一个充满激烈争论的问题。

社会再投资法规定银行和其他投保放款人有义务满足它们自身或其分行所在地的低收入居民的合理信贷需要。当它们申请批准开设新分行或是与其他机构合并时，有关管理当局通常要考虑它们对低收入居民提供服务的情况。但人们无法确定：这一法规是否有必要，或者，追逐利润的动机是否能够促使银行去满足低收入居民的“合理信贷需要”。

小　　结

1. 银行有着悠久的历史。在美国曾经有两家由联邦政府特许的国民银行，但它们在随后的自由银行时期分别被终止，结果导致了保证银行更为安全的国民银行体系的产生。

2.银行业受到联邦或州的特许当局及联邦存款保险公司的严格管制，而会员银行还要接受联邦储备系统的管制。

3. 银行被要求保持一定的资本比率，以保护联邦存款保险公司和存款人。由于该比率超过银行自身愿意持有的资本比率，从而成为银行和管制机构不断发生争论的一个问题。几乎所有的存款现在都可以得到最高限额为 10万美元的保险。

4. 支票是通过地方票据交换所、联邦储备系统或私营公司进行清算的。

5. 银行业有着广泛的代理行关系，以便小银行能够获得大银行提供的服务。

6. 银行组织的一种共同形式是控股公司。它使银行可以进入某些其他行业，并且可以采取银行自身不能做到的方式来筹集资本。虽然银行业是一个有许多家银行而在全国范围集中比率较低的行业，但就地区范围来看，银行拥有过大市场支配力量的问题仍然存在。对银行设立分支机构的限制，由于有关法令的修改以及银行钻了法律的空子这两个原因而起不了什么作用。

7. 近年来在提供信贷方面的各种歧视（例如划分贷款禁区）已被宣布为非法行为。有关法令还要求贷款人为借款人提供大量的信息。

问题与练习

1. 概述美国银行业的历史。

2. 试描述银行是怎样被管制的。

3. 银行业较之其他行业受到更严格的管制，这样做是合理的吗？

4. 讨论下列修改存款保险的建议：

a. 允许银行由私营保险公司而不是由联邦存款保险公司保险。

b. 对存款人保险，而不是对银行保险，并且准许由支付保险费的存款人决定是否需要投保。

c．仅对居民的存款保险，而不对企业的存款保险。

5．试描述支票的清算过程。

6．试评述下列观点：

a.“应该允许银行自行决定它们需要多少资本，因为当银行资本不足时受损失的毕竟是银行自己。”

b．“应该要求银行至少保留占存款比例 25%的资本。”

7．你认为在银行管制方面的最严重的现实问题是什么？（论述银行业现实问题的文章通常可以从《商业周刊》上查阅。）

4

银 行 公 司

现在我们把银行作为单一公司来考察。在整个银行业内，存在着多种不同的组织形式，从只拥有不到100万美元存款、服务于小城镇的极小的银行，到拥有1000亿美元以上存款、服务于世界性市场的巨大的银行。某些大银行有着庞大的分支行网络，如美洲银行一度曾拥有1000家以上的分行；其他一些银行则不设分行，这可能是因为它们规模太小，或者是因为它们的业务不需要设立分支机构。那些主要与大公司顾客来往而不愿与零星存款人打交道的巨大银行并不一定非要设在靠近它们顾客的地方，因为当人们准备借入1亿美元款项时，是不会介意银行远在1英里之外的。

银行的资产负债表

所有银行有一个共同点，即它们都是发行自身的债务包

括存款、并贷出由此获得的资金的金融中介机构。它们发生的直接负债与发放的贷款都被列在它们的资产负债表上。因

表4．1　商业银行的资产与负债

1985年12月

资　　产	%	负　　债	%
现金资产总额	8.6	存款	71.7
库存现金	0.9	交易存款	21.8
在联邦储备银行的准备金	1.1	储蓄和定期存款	49.9
在美国存款机构的活期存款	1.5	借款	14.7
待收款过程中的现金项目	3.2	其他负债	7.3
其他现金资产	1.9	资本（资产一负债）	6.4
证券	16.8	负债与资本总额	100.0
美国政府债券	10.2		
其他证券	6.6		
贷款	65.6		
银行同业放款	6.1		
工商业贷款	20.2		
不动产贷款	17.2		
私人贷款	11.8		
所有其他贷款	10.2		
其他资产	9.0		
资产总额	100.0		

〔资料来源〕　《联邦储备公报》，1986年4月，第A18页。而人们可以通过查看银行的资产负债表来了解银行的经营情况。表4·1列示了美国所有银行的合并资产负债表，而其中的每个

项目都是值得了解的。我们将从负债方面开始论述。

交易存款帐户

交易存款帐户也就是可对之开出支票的一种存款。[①] 这种帐户称为“可开列支票存款”，并且有几种不同的形式。第一种是银行不能支付利息的活期存款。然而，正如经常发生的那样，法律对经济的压力只是一种不完全的障碍。虽然银行不能支付“表面性利息”，即以货币形式表现的利息，但它们可以用提供免费服务的方式来支付“内在性利息”。不少银行计算这种服务相当精确。银行把某一确定的利率应用于工商业顾客的存款，然后为它们提供免费服务，如编制和代发工资以及购买外汇，直到这些服务费用接近由该利率所确定的金额。此外，银行还常常对在该行存有大笔活期存款的企业按较低的利率收取贷款利息。

第二种是应支付利息的可转让提款单存款帐户（NOW）和超级可转让提款单存款帐户（Super-NOW）[②]。第三种是货币市场存款帐户，因为它与可转让提款单和超级可转让提款单两种帐户不同，银行不必为它保留准备金，所以付给它

---

① 这不是十分贴切的说法，因为这些“支票”中有些不是法定意义上的支票，而是“可转让提款单”。但由于它们的功用类似于支票，我们可以把它们视为支票。

② “可转让提款单”可缩写为“NOW”，这一种存款单是由马萨诸塞州储蓄银行为了避开不能对活期存款支付利息的限制而发行的，这些银行不能允许存款人对应计息的储蓄帐户签发“支票”，因此就让他们签发其功用相当于支票的“可转让提款单”。

的利率高于可转让提款单帐户。然而对货币市场存款帐户而言，每月可以签发的支票数量是有限制的。公司企业不得持有上述任何一种存款，它们必须以活期存款的形式持有可开列支票存款。

储蓄和其他定期存款

储蓄存款的一种类型是存折存款。但是储蓄帐户也可以凭存款人与银行之间的书面协议，而不是通过银行存折来开立。另一种类型是存单（一般缩写为CDs），主要用于整数金额的定额存款。虽然居民可在规定的存单到期日之前兑取现金，但联邦储备系统和联邦存款保险公司规定对提前兑取要收取利息罚金。这种利息罚金也适用于定期存折存款，但不适用于其他的存折存款。

大额存款人可以购买仅由相当著名的银行发行的可转让定额存单。这种可转让的意思是，购买者可于到期日之前在货币市场上把它们售出以回收资金，在到期日银行将对任何一个持有该定额存单的人付款。由于这种可转让定额存单的最小面额为10万美元，一般的面额为100万美元或者更大些，它们大部务是由工商企业和政府购买的。因为对这种存款单有着一个活跃的市场，所以它属于高度流动的资产。可转让定额存单的期限通常为1年或更短些，并且常常是按照特定购买者的方便来确定。

负　　债

除存款外，银行还有其他负债，其中之一是购入的联邦

资金。不同于其名称涵义，联邦资金并不是属于联邦政府的资金，而是通常存于联邦储备系统，并且在各银行或其他一些机构，例如储蓄贷款协会、政府债券经销商和政府部门之间交易的存款。它的特点是可被立即划转，而联邦储备系统当天就可向借入银行提供信贷，由贷出银行电传通知联邦储备银行把它的一部分准备金划转到借入银行的帐户上。然而，联邦资金还可以采取其他的形式。例如，城市银行可以借入乡镇代理银行存放在它那里的款项。但是联邦资金的主要部分由各存款机构存入联邦储备系统的准备金所构成。

联邦资金市场是一个大市场，各银行经常利用这个庞大的资金市场，这并不仅仅是为了获得资金以满足它们的法定准备要求，而也可以为了获得发放额外贷款所需要的资金。近年来的借款总额已经大大超过这些银行的法定准备金。其中的大多数贷款是按天拆借的。这是银行可以迅速获得更多的准备金或贷出资金头寸的一种办法。许多小银行通过它们的城市代理银行作为拆放者进入这个市场。对它们来说，这是把超额准备金用来赚取利息的一种便利途径。大部分银行都积极地参与这个市场。虽然它实际上是一个拆借头寸的市场。但是从货币市场的角度来看，也可以把它称为“卖出”和“买进”之间的交易。卖方银行计收的利率就称为联邦资金利率。

银行资产负债表上的另一项负债是根据“回购协议售出的证券”。证券回购协议（通常简写为“repos 或 RPs）的作用是：银行向其他人“卖出”证券，并订有协议在某一日期按原来议定价格重新买回这些证券。由于银行必须买回该证券，

回购协议实质上相当于银行获得的一种借款，因而它应作为银行的负债。这种回购协议可以用于对实际上属于活期存款的负债支付利息。银行与某些企业商定，在银行当天收进的所有支票未得到清算之前，它向企业“卖出”证券以换取它们的活期存款帐户资金，并定下协议在第二天早晨购回这些证券。那时企业又可以持有资金以支付对它们开出的支票。企业还可以通过它们的隔夜贷出资金获得一天的利息。银行也许宁愿不签订这种隔夜回购协议，这样可以不必支付利息，但银行之间的竞争又迫使它们必须支付这种利息。

另一项负债是未清偿承兑票据。承兑票据是以相当复杂的方式形成的。一家企业向另一企业进行赊销，由于它对购货企业不够了解，难以确定其支付承诺的安全性。这在和外国顾客进行交易时尤其如此。其中的一个原因在于向外国法院诉讼索赔要比向本国法院起诉更为困难。但是尽管卖主不愿接受它的顾客的借据，他却愿意接受顾客银行的借据。因而，被称为银行承兑票据的金融手段就得以发展起来。为了说明这一点，让我们先来看看在不涉及银行时的这一交易情况。卖主开出一张汇票要求买主必须在指定的日期支付一定的货币金额，并于买主在这一汇票上记上“承兑”字样，表明“承兑”该款项时让渡交易商品的所有权。现在它就成为一张商业承兑汇票，并且具有法律约束力。或者是，买主可以和他或她的银行商定，允许卖主开出向该银行而不是向买主收款的汇票，当银行在这张付款汇票上记上“承兑”字样时，它就成为银行承兑票据。既然银行有责任对它进行支付，它也应当作为负债列入银行的资产负债表。然而，买主应该

在银行对该汇票作出实际支付的日期向银行付款。这样，银行贷给买主的只是它的信誉，而不是它的资金。通常买主必须为这种服务支付小笔费用。得到银行承付汇票的卖主不一定要把它保存至到期日，而可以随时把它在货币市场转售出去（要按面值打一定的折扣）。

在负债方的最后一个项目是“剩余产权”，它属于资本帐户。这仅仅是一种会计意义上的负债，它只表明银行的价值而并不表示银行的债务。我们已经在上一章对资本作了讨论。

银行资产

基本准备金

列在表4·1资产负债表左边的前3项资产构成银行的基本准备金，它们是银行中被称为库存现金的通货和硬币、存入联邦储备系统的准备金和存于其他银行的活期存款（即存入代理银行的资金）。这3个项目形成了保护存款和避免通货外流的第一道防线。

实际上所有拥有交易存款的机构（很小的银行例外）都必须对这些存款帐户保留准备金。表4·2列出了在1986年9月交易存款的准备比率。较小的金融机构所需的准备比率是很低的，这是为了给予它们一定优势，以便可以和大机构竞争。联邦储备系统被准许在一定范围内改变准备比率。虽

然联邦储备系统为了控制货币量可以这样做，但这是极少发生的。对非个人的定期存款—— 由企业联营公司和非盈利机构拥有的定期存款的准备比率，较之对交易存款帐户的准备比率要低得多。① 而对个人定期存款则完全没有准备比率要求。

会员银行必须以库存现金或者在联邦储备系统的存款的

表 4．2　1986 年的法定准备比率

	起算比率 (%)	联邦储备系统要改变准备比率的范围[a] (%)
正常准备金		
交易帐户		
小于 3170 万美元或以上的存款[b]	3	—[c]
3170 万美元或以上的存款[b]	12	8—14
非个人的定期存款	3	0—9
附加准备金[d]	0	0—4

注：最初的 260 万美元作为可保留负债可免缴准备金，该数额每年都可能提高，以达到该年可保留负债总额增长量的 80%。

a：在非常情况下，联邦储备系统可以在此范围之外规定 180 天的准备比率。

b：分界点的 3170 万美元的每年可能增加以达到占当年交易存款全部增加额的 80%。

① 对 18 个月或更长期限的非个人定期存款没有准备比率要求。

c：除a说明的条件外，联邦储备系统不能改变这一准备比率。

d：这一准备比率应由5名联邦储备理事会理事投票赞成。

形式保留它们的准备金，其中大部分采取后一种形式。其他金融机构也可以把存于会员银行（或某些政府机构）的存款留作准备金，然后再由会员银行把这些准备金转存于联邦储备系统。准备金数额不必持续不变地符合准备比率，而只需在每两周期间内的平均数额能够达到规定的标准就行。[①]因此，银行可以在前10天内保留低额准备金，随后在剩下的4天内保留高额准备金来拉平准备金数额。交易存款的准备金还能有两天的时差，因为计算两周的存款总额是在星期一截止，而这两周的相应准备金则是计算到星期三截止（对其他存款的准备金而言，这种计算时差为两周）。

联邦储备系统对准备金存款不付任何利息。因而我们可以把准备比率的要求视为银行向政府提供无息贷款的要求。它在这一方面起了如同税收的作用。例如，假设利率为10%、而银行必须保留12%的准备金，那么银行对每一美元存款就放弃了1.2美分（12美分×10%）的年利息收入，如果它把留作准备金的存款贷出去，这些收益本来是可以赚到的。但是，规定准备比率的主要原因不是为了增加税收；也不是为了保证存款人资金的安全——这应当是存款保险公司以及试图保证所有银行资产安全的检查制度的职能，而不应是这种

① 银行可以在下一期间内弥补不超过2%的准备不足差额，或者可以从前期的超额准备金中抵补2%的本期准备比率。

小额准备金比率的职能。实际上，正如我们将在第20章讨论的那样，准备比率的作用是使联邦储备系统能够在特殊情况下控制货币的数量。

显然，库存现金、存于联邦储备系统的准备金以及银行同业存放都是完全流动的。待收款过程中的现金项目是资产负债表上的另一个高度流动性项目。它们是由刚存入银行的以及银行已经送去清算的支票和类似支票的票据所构成的。

证券和贷款

除了基本准备金之外，银行主要持有贷款和证券。这两个项目通常被称为生息资产，因为它们能给银行带来收入。这些生息资产的一部分构成银行的二级准备金。它们是流动性和安全性不及基本准备金，但仍然具有很大流动性的资产。因而当银行的基本准备金不足时，它们可以为银行提供第二道防线。不同于基本准备金，二级准备金能够赚取一定的收入，虽然其收益要低于那些流动性较小且安全性较低的资产。

要从资产负债表上确定二级准备金是不可能的，因为构成二级准备金的项目被并入其他项目。二级准备金的一个项目是短期政府债券，另一些则是银行承兑汇票、商业票据（由很可靠的大公司发行的短期借据）和通知放款（主要是银行贷给证券经纪人和交易商，并可要求在某日归还的放款）。

除基本准备金和二级准备金之外，银行并没有把它们的所有可利用资金都用于放款，它们还持有一些具有固定收益的证券，即那些主要由联邦政府或者州与地方政府发行的债券。联邦政府债券为银行提供了没有违约风险且具有庞大市

场的资产，而持有州与地方政府债券则使银行可对其收益免交联邦所得税。此外，购买地方政府在本地区发行的债券还有助于银行获得这些地方政府机构的存款。虽然州与地方政府债券在违约风险方面通常是安全的，但如果利率一直上升，一家出售15年后到期债券的银行就可能遭受重大的损失。即使它持有这些债券直至到期日，就机会成本而论，它仍然要受到损失，因为倘若它不持有这些债券，本来可以获得更多的收入。

银行都认为它们应当把某些资金用于购买证券而不是用于贷款，因为贷款对存款的比率过高是很危险的。关于贷款对存款的可接受比率的一般看法是随时间的推移而改变的，它已经随着贷款对存款实际比率的变化而提高——这正是条例应遵循现状的一个例证。在1986年这一比率是79%，而在1948年的这一比率只有29%，79%的比率在当时会被认为是不可思议的。

贷款涉及到银行家与借款人之间的私人关系，因而它与证券购买有着很大的区别，银行通常是通过公开市场上的证券商购买证券的，而且并不知道借款者本人。此外，尽管银行可以在公开市场上再次售出证券，但售出贷款并没有多大便利，所以银行通常要把贷款保持至到期日。银行贷款一般可划分为4大类：工商业贷款、不动产贷款、消费贷款和国外贷款。

工商业贷款　在发放工商业贷款方面银行具有很大的相对优势。零售银行（但不是大的批发银行）把它们的大部分贷款放给当地的较小额借款人。申请这些贷款需要经过某些

人如当地银行家的实地评估。这就使地方银行比那些处于异地的大额放款者如保险公司占有更大的优势。例如，我们不妨来比较一下地方银行和保险公司在向当地的食杂店放款及购买公司债券方面所处的地位。地方银行比异地的保险公司更了解当地该食杂店的经营情况，因而在决定是否向它放款时处于更为有利的地位；相比之下，拥有大批证券分析人员的保险公司在购买公司债券方面则能比地方银行做出更为精确的决策。

银行向工商企业放款的一个重要特性是信贷分配。银行和其他企业不同，它并不准备按顾客所企望的数额来提供它的产品—— 贷款。比如，一家水果店通常会很乐意为购买人提供 10 倍于他平时购买量的水果，但一家银行一般不会向借款人提供 10 倍于他平时发放量的贷款。同样，银行也不会有求必应地向任何人如数提供他所申请的贷款，即便借款人愿意支付的利息高到足以抵消这笔贷款风险也是一样。银行是在申请人之间分配贷款，既要回绝一些贷款顾客，还要限制另一些顾客的贷款数额。银行不同于其他出售者，而要限制向每个顾客提供的产品（贷款）数额，其原因显然在于它要承担风险，即它贷出资金，但无法确保如数得到偿还。

对信贷分配这一做法既有人赞成也有人批评。赞成者指出，银行对贷款申请的评估是对企业管理当局过分乐观行为的一种抑制。通过对贷款申请的审查，批准一些人的申请并回绝另一些人的申请，银行就为经济社会提供了多少是更为客观的外界评估服务。但在另一方面，批评者则指出，信贷分配使银行可能偏袒大额存款人，而不能对其他借款人一视

同仁。此外，批评者还争辩道，信贷分配使银行家有了过多的随意支配权利，并可能被用作他们强行推销银行服务的武器，尤其是在小城镇。

在信贷分配中起重要作用的一个因素是，银行家与工商业借款人之间存在着一种主顾关系。银行的大多数工商业贷款都是给以前的老借款人的，因而它是一种重复性交易。当企业与某家特定的银行（或对大企业而言，与几家银行）建立起主顾关系，只要双方对协议感到满意，就能连续在该银行借款和保留存款。这种主顾关系不仅仅包括借贷关系，企业还可以利用银行的其他一些服务，如外汇买卖、代为发放工资，等等。这些服务对银行来说通常是有利可图和重要的。大企业主要是和大银行及中等银行建立主顾关系。这不仅是因为这样的银行能提供这些辅助性服务，还因为国民银行（在许多州里则是州银行）被允许（有的例外）向任何一个借款人提供不超过银行资本15%的贷款，对有完全担保的贷款数额则最高可达银行资本的25%。

这种主顾关系意味着银行有义务照顾老顾客的合理信贷需要，因而银行在放款时并不是完全自由的：它必须顺应这些顾客的合理信贷需求。为此，它可能必须回绝其他一些潜在的顾客，即使这些新顾客愿意按高于老顾客的利率支付利息也一样。同样，银行可能不得不在老顾客之间分配贷款，而不能完全拒绝其中的一些顾客。因此，银行可能不得不售出它持有的一些证券，或者以提高它的大定额存单利率的办法来获取额外资金以满足这些贷款需要。对银行而言，这样一些做法在短期内代价可能是高昂的，但它却是获取最大的长

期收益所必须的。

存在稳定的银行业务关系具有一个很大的好处：它有利于信息的利用。多年来的交往使银行非常了解它的顾客。倘若这些顾客要经常更换银行，那么有关这些企业的信息对它们的原有银行就变得毫无用处，而它们的新银行又必须花费财力以获得这些信息。

银行贷款的期限有很大的不同。银行发放大量的定期贷款，即通常为1至5年到期的贷款和一些期限甚至更长的贷款。借款人可以把这些定期贷款用于长期投资。这些定期贷款常常是分期归还的，就像消费贷款逐期偿还一部分的做法那样。对于定期贷款，银行可以通过对借款人施加一定的限制来保护银行自己，例如限制借款人可以承担的其他负债的数额。

有时，银行照顾顾客的长期资本需要的另一种办法是，购买资本设备并出租给顾客。因而银行拥有轮船、飞机、甚至奶牛。这种设备租赁给银行带来加速折旧的税收利益；同时，如果符合一定的条件，承租者将得到下列好处：它的资产负债表上减少了一笔负债，即它本应向银行借款直接购买该设备所引起的债务。

借款人可能更喜欢获得经常性的短期贷款而不是定期贷款。这样做的一种办法是申请一个信贷额度（line of credit）。它是银行同意在一定限额内基本上随时根据企业的贷款需求进行放款的一种安排。信贷额度通常确定为1年。除非企业的资信状况严重恶化，在企业的信贷额度内银行或多或少都要保证对之放款；而且企业除了对其已使用的金额支

付利息外，还要对额度内尚未使用的部分承担一定的费用。作为替代的办法，企业可以获得一种循环贷款的安排：它既能在一定额度内借款，也可以随时自行决定偿还这些贷款而不必支付罚金。随后，它可以再次借款直至数额达到事先设定的额度。企业还能够得到银行在未来期间向它贷款的正式承诺，为此它常常必须付给银行小额的费用。如表 4·3 所示，在 1985 年 11 月初，全部工商业贷款的美元价值中大约 71% 是以某些形式的贷款承诺安排的，例如采取信贷额度或循环贷款。

银行经常要求已获得信贷额度的工商业借款人，或者许多未获得信贷额度的借款企业在该银行保留一定的补偿性余额或支持性存款。这意味着企业必须保留其信贷额度的 10% 作为活期存款，或者在其他贷款安排下，应保留比如说 15% 的未偿还贷款作为活期存款。补偿性余额可能是该信贷额度有效期内的一个平均余额，或是一个更为麻烦的最低余额。对补偿性余额的要求并不是一种法定约束，但如果借款人不加以遵守，银行可能拒绝继续给予贷款，或是对随后的各次贷款规定较高的利率。不同银行对补偿性余额的要求有着很大的差别。某些银行采取强硬的政策，而其他一些银行则仅仅把潜在借款人存款作为审批贷款申请的一个因素。

补偿性余额要求提高了贷款的实际利率。假定银行以 8%的利率和 10%的最低补偿性存款余额要求发放一笔 10 万美元的贷款，那么借款人可使用的仅是其中的 9 万美元，但仍然必须按 8%利率支付 10 万美元贷款的利息，即 8000 美元，这相等于实际使用的 9 万美元贷款的利率为 8．9%。然

而在许多场合，借款人可得到部分的补偿利益：倘若经营情况确实不景气，它可以动用补偿性存款余额。除了补偿性余额之外，许多企业（尤其是中、小企业）还需要保留一定的无息“服务性余额”存款，以补偿银行的某些特定服务，如代为发放工薪。

另一个常常对借款人附加的要求是，它必须向银行提供贷款的抵押资产。倘若贷款得不到偿还，银行可以出售抵押资产来抵偿贷款。抵押资产可以由证券、存贷等组成，其价值虽然不总是但往往要超过贷款数额。这是为了保护银行免于遭受抵押资产的市场价值下跌的损失。

银行贷款的利率当然要随着一般利率的变化而更改，不过在时间上可能略有差异。表4·3列出了1986年11月的贷款利率。它表明贷款愈大利率愈低。这毫不奇怪，因为支付的利息必须补偿银行发放该贷款的费用，而发放一笔1000万美元贷款的费用并不是发放1万美元贷款的费用的1000倍。当然，这并不意味着获得小笔贷款的一般借款人可以通过申请一笔更大数额贷款的方法来降低利率。相反，如果它要获得这笔贷款，利率会更高，因为给小企业一笔大额贷款是更有风险的。

许多贷款按照优惠利率（Prime rate）发放，这是每家银行对具有良好业务关系的顾客发放大笔贷款时所确定的利率。不同银行的优惠利率总会趋向同步变动。典型的情况是，当一家大银行改变它的优惠利率时，其他银行就起而效之。某些银行基于它们获得资金的成本的公式来确定优惠利率，而其他银行则可能参照大银行的优惠利率。

表 4．3 1986 年 2 月 3— 7 日发放的工商业贷款[a]

贷款规模（千元）	占贷款数的百分比	占贷款总金额的百分比	加权平均的贷款期限	占贷款承诺的百分比	贷款利率（加权平均）
			短期贷款（天数）		
所有短期贷款	84.7	89.7	45	76.9	9.3
			以固定利率发放		
1— 24	33.4	0.9	107	27.7	13.1
25— 49	2.5	0.3	113	33.2	12.5
50— 99	1.8	0.5	102	42.2	11.9
770— 499	1.2	1.0	63	47.5	10.9
500— 999	0.3	0.7	51	71.1	9.8
≥1000	1.9	55.3	19	77.4	8.8
			以浮动利率发放		
1— 24	23.8	0.9	155	57.8	11.7
25— 49	6.2	0.8	152	66.2	11.4
50— 99	5.4	1.4	158	68.0	11.2
100— 499	6.0	4.5	151	72.6	10.8
500— 999	1.0	2.7	147	61.6	10.6
≥1000	1.2	20.7	90	85.4	9.3
			长期贷款（月数）		
所有长期贷款	15.3	10.3	54	79.3	10.3
			以固定利率发放		
1— 99	7.2	0.3	62	11.9	13.0
100— 499	0.6	0.3	87	20.9	12.1
500— 999	0.1	0.2	95	92.3	10.1
≥1000	0.1	1.7	49	82.0	9.6
			以浮动利率发放		
1— 99	5.7	0.6	46	32.5	11.8
100— 499	1.1	0.9	49	63.1	10.8
500— 999	0.2	0.5	45	80.9	10.6
≥1000	0.3	5.8	55	92.6	9.9

a：不包括建筑贷款与开发贷款。

（资料来源）《联邦储备公报》，第 72 期，1986 年 5 月，第 A 70 页。

由于只有实力很强的企业可以按优惠利率借款，获得优惠利率就被珍视为一种重要标志。然而，特别是在许多银行争抢贷款业务时，许多第一流的企业可以按低于优惠利率的利率（不公开宣布）借款。某些大企业则可以选择按略高于伦敦银行同业拆放利率（LIBOR）—— 各跨国大银行在国际金融市场上互相借贷资金时的利率—— 的另一种利率来获得贷款。

对未能得到优惠利率的企业来说，贷款利率常常是在优惠利率之上增加一定比例。例如，贷款协议可能规定一个比优惠利率高 0．5%的利率。

如表 4·3 所示，贷款的利率是经常变动的，而不是固定的。当近期贷款的优惠利率变动时，许多先前发放的工商业贷款的利率也要随之变动。然而在有些时候，贷款协议中规定了利率可以提高多少的一个限度。1984 年对各主要企业的一项调查发现，它们中有四分之三企业新近得到的贷款具有浮动利率。

不动产贷款 这些贷款几乎占了全部银行贷款的三分之一。住宅抵押贷款可由联邦住宅管理局（FHA）或退伍军人管理局（VA）保险或担保。住宅抵押贷款是一种会大大削弱银行流动性的长期贷款。但是，由于住宅抵押贷款是多期分摊的（即分期偿还贷款），它们的实际偿还期要比名义偿还期短得多。此外，当这些住宅转售时即可以收回该贷款。再者，对住宅抵押贷款，尤其是联邦住宅管理局和退伍军人管理局的贷款，还存在着一个二级市场。银行可以在这个市场上售出它们的住宅抵押贷款。但是，那些以固定利率发放的住宅抵押贷款确实对银行造成了严重的利率风险。

消费贷款 银行资金的另一个主要流向是对消费者放款，它约占银行贷款总数的20%。消费贷款对银行的一个重大的优点是具有流动性。由于它们通常属于短期贷款以及分期偿还，它们的周转是极其迅速的。

大多数消费贷款被用于购买耐用消费品，而且这些耐用消费品又成为贷款的抵押资产。银行既可直接向顾客发放消费贷款，也可通过向这些耐用品的经销商（如汽车经销商）贷放他们必须筹集的资金而间接发放消费贷款。银行还对消费者发放一般用途的贷款，其中包括信用卡贷款，据此银行不仅可以向借款人收取利息，还可以向卖主收取代收帐款的佣金。某些银行作出这样的安排，即信用卡持有者可以拥有支票透支帐户，当他们的支票存款帐户余额对收到的支票不敷支付时，该信用卡就自动成为对银行的债务。其他银行甚至有向某些没有信用卡的消费者进行透支的类似安排。另外一种类型的消费贷款是由联邦政府补贴的学生贷款。

银行还可以对证券购买进行放款。这种贷款不仅向居民发放，而且可以向那些证券交易商和经纪人发放，他们利用这些贷款来满足代顾客购买证券以及自己持有证券的融资需要。对证券交易商和经纪人的贷款通常是按天发放的（可以续期），（又称作通知放款），因而，它对银行而言，是完全流

动的。[①]

国外贷款 许多大银行以及一些中等规模银行往往联合组成所谓的辛迪加，以便向外国企业或外国政府发放大额的银团贷款。对外国政府贷款在下述方面比对国内外企业贷款更为安全：一个国家不同于企业，不可能会出现经营破产。然而它在另一方面却有着更大的风险：当一个国家拒绝偿还贷款时，银行无法诉诸法庭，更不能由法庭宣布这个国家破产，并把它的全部资产分配给所有债权人。实际上，对拒绝偿还其债务的国家只能通过两方面来制裁：其一，没收它在别处的资产，例如在另一个银行的存款或停泊在外国港口的轮船，这样做将使该国家难以正常地进行对外贸易；其二，也许是更为严厉的制裁，即拒绝偿还债务的国家将无法在国外借款，即使是短期的进口融资也不被允许。

虽然这些制裁手段在正常情况下足以防止一些国家不履行其债务，但是当一个国家遇到严峻问题，如出口创汇灾难性下降时，这些手段就很可能变得无能为力。例如，在1981年当波兰经济处于危机时，它单方面宣布无力偿还未清偿的贷款。美国和欧洲的一些银行原先认为无论波兰或任何其他一个东欧国家遇到困难时都会得到作为靠山的俄国人的救援，因此向它们提供了大笔的贷款。现在这些银行发现俄国

① 表4·1内贷款项下的最后两行数据是会计上的调整项目。银行必须提出一定的准备金以应付潜在的贷款损失。为了计算贷款的净值，必须扣除这些呆帐准备金；而对某些贷款面值中所包括的任何未实现收入也应从该贷款中扣除。

保护伞并不存在。波兰宣布，无论是这些银行提供的贷款还是各国政府提供的贷款，它都无力偿还。后来，部分地由于政治上的原因，避免了这一不履行债务问题：波兰同意继续支付贷款利息，而银行则同意更改贷款协议，即延长借款期限。此外，它们还向波兰提供了追加贷款。因而实际上向波兰提供了部分款项，以便用于支付原先贷款的利息。

在 1982 年和 1983 年发生了更多的实际违约和声言不履约的例子。阿根廷、巴西（这两国都有沉重的外债负担）和罗马尼亚都拒绝偿还到期贷款。墨西哥也要求贷款人对它的未偿还贷款给予重新展期。此外，这些国家都要求得到追加贷款。导致这些违约或近乎违约的因素主要在下列几个方面：据事后分析，其中一个显而易见的因素是，这些国家所借的贷款已经超过它们所能承受的程度。由于在它们借款时的实际利率常常是负值，它们渴望大量借款是不足为奇的；第二个因素是，1981—1982 年期间出现的自 30 年代以来最严重的经济衰退形势，迫使许多债务国出口原材料的价格急剧下跌；第三个因素是，1983 年初的名义利率的下降明显地小于通货膨胀率，因而，这些国家必须支付的实际利率急剧上升。而在 1986 年，当石油的价格猛烈下跌时，墨西哥遭受了灾难性的冲击。

在要求银行延长其贷款期限及发放新贷款方面，这些债务国并非是没有力量的。除非满足它们的要求，否则它们将以拒绝还款相挟。倘若它们真的不予偿还，这些银行就不得不在帐目上把这些贷款作为损失注销，而这正是银行最不情愿做的，因为它将使这些银行的利润和资本减少。相反，如

果延长贷款期限，银行至少可以推迟确认这种会计意义上的损失。一旦情况有所好转，这些贷款还能得到偿还。因此，债务国有很大的讨价还价余地。所以《华尔街日报》（1982年7月29日）报道了一位美国银行家的下述一段话："我发现，当我听到银行家们谈论要强硬地对付波兰人时感到由衷的高兴……就某些方面而言，处在主动地位的正是波兰人。"

这些无力偿付的状况造成了严重的问题。1982年中期，10家最大银行提供给第三世界国家的贷款相当于它们股本的169%！令人忧虑的是，如果若干大债务国无力还债，那么一些银行就会倒闭，或者至少它们的资本（从而贷款能力）会受到严重的削弱。另一方面，直接由联邦政府，或是通过国际货币基金组织（IMF）向这些国家贷款以拯救银行的做法也不是一种令人满意的选择。

在国内也会出现为无力偿还的借款人延长贷款期限的问题。当大额借款人无法偿付时，延长还款期限也是一种相当普遍的惯例。在这种情况下，银行有着避免迫使借款人破产的动机，因为借款人倘若破产，银行将不得不把贷款作为损失而注销。通过延长还款期限，银行至少可以推迟确认会计意义上的损失。这时的最好选择是，让借款人能够恢复元气并偿还全部贷款。这给了借款人某种讨价还价的实力。

其 他 资 产

除迄今已论述的主要资产外，银行的资产负债表还包括一系列次要的资产，它们在表4·1上列为"其他资产"。这一类资产中包括像"承兑票据的顾客负债"项目，它是列为

银行负债的承兑票据的对应项目。当银行为顾客承兑汇票时，该顾客就欠了银行一笔债务，而这应作为银行的一种资产。“其他资产”的另一些例子是售出的联邦资金和银行房屋。

资产与负债管理

银行的生存有赖于按某种价格借入资金，然后以更高的价格把它们贷出去。长期以来，银行家们对其经营活动中贷款业务的关注胜于借款业务。在某种程度上，获取资金被看成是按一定利率支付存款的一种有点机械性的经营活动。这种利率一度由银行卡特尔商定，后来改由政府规定利率的最高限额。相比之下，审查贷款申请则需要更多的专门技术和经验判断。

这种情况已经不复存在。现在既无政府规定的存款利率上限，也没有银行卡特尔设定的存款利率。此外，银行已经不是单纯地依赖存款。它们可以在公开市场上“买进”资金。甚至小银行也可以加入这种“竞赛”；它们可从城市代理银行那里购买联邦资金，向联邦储备系统借款或从货币经纪商那儿借款。这些货币经纪商是一些公司，它们把大笔存款分成每10万美元一笔（以便符合存款保险限额）存入支付利率最高的任何银行。中等规模银行和大银行还可以通过其他许多办法购进资金。一种办法是发行“大额存单”，即10万美元

或者更大金额的定额存单。这种大额存单还有一个国内市场。而且，一般地说，如果银行在这个市场上支付略为高些的利率，它就可以轻而易举地获得额外的资金。[①] 此外，银行还可以通过证券回购协议在国内货币市场上争购资金。另一种办法是银行控股公司出售商业票据（银行本身不能这样做）并且从这些出售中获得资金供银行使用。银行还有另外一种办法来筹集资金，即借入所谓的欧洲美元，这是存于欧洲银行与加勒比银行、或存于美国银行在欧洲分行的美元存款。

因此，大银行的业务范围超出了传统的贷款项目。例如，某个大银行短缺１亿美元资金，它的财务主任可以打电话给另一家银行询问对方愿意按怎样的利率借进和拆出资金头寸。倘若后者所报的借进的利率比较高，该财务主任就可能向它卖出而不是买进5000万美元，并企望随后在当天从别的银行以较低的利率买进他所需要的１．５亿美元。

对银行而言，依靠购买的资金有利也有弊。其好处是银行可以通过这种方法轻易地获得资金。它不必像传统银行那样“贷出它的存款”，而是经常发放贷款，然后将其定额存单的利率提到适当的程度，以便获得弥补这些贷款的足够存款。甚至它还可以发放原先是不可能的贷款以获得利润。另一方面，银行依靠购入资金而生存是危险的。首先，它为吸引购入资金而必须支付的利率可能急剧上升。这种资金的供应者之所以提供资金，仅仅是因为银行能支付有竞争力的利率，而

---

① 银行为售出大额存单而支付的利率取决于它的信誉和规模，因为人们相信联邦存款保险公司不可能让一家很大的银行倒闭。

不是因为它对银行的忠诚或银行在当地有一家极为便利的分行！因而这种购入资金的成本经常要比像居民和企业这些常规银行顾客的所谓“核心存款”大得多。其次，如果出现了该银行不稳定的传闻，小额存款人固然会把存款留在银行，因为他们的存款已保了险；但是购入资金的供应者将会停止与该银行的借贷关系并大量挤兑，就像富兰克林国民银行和伊利诺斯大陆银行等已经遇到的情景那样。

资产和负债的到期日搭配

银行必须注意它的资产到期日与负债到期日之间的关系。有几个因素使得银行持有比其负债期限更长的资产。一个因素是它的贷款顾客经常需要有固定利率的定期贷款，以便可以预测未来的利率费用。但与此同时，存款人和购入资金的供应者则更愿意使他们对银行的要求权是短期的。此外，因为短期利率一般低于长期利率，银行常常可以通过长贷和短借来获取利润。

但是，这种到期日方面的搭配不当会产生极大的风险。例如，假设银行购买利率为10%的5年期债券，而且原先是以发行利率9%的90天期定额存单来筹集购买这种债券所需的资金。如果利率随后上升，比如说，银行现在要对为持有利率10%的债券而发行的定额存单支付12%的利率，那么，它将成为一家很不幸的银行。70年代末，宾夕法尼亚第一国民银行（当时的第20家大银行）就是这样陷入困境而不得不由联邦存款保险公司和其他银行财团予以援救。因而近年来尽管银行尚未完全消除其资产与负债到期日之间的间隔，但

它们确实已经非常小心地限制这种间隔期限。

银行的其他活动

银行的活动不仅仅限于获取存款、发放贷款和持有证券。1984年，已投保银行的收入中约有12%来源于非利息收入（其中3%来自对存款的服务手续费收入）。大银行赚取这种手续费收入（fee income）的一种办法是，通过加入银行财团向外国政府或其他大额借款人放款（倘若这些贷款发生问题而必须重筹资金，那么银行又可以为作出这种安排而赚取另外一笔手续费收入）。

此外，大银行还收到提供贷款承诺和承担或有负债的手续费收入，这些项目不列入银行的资产负债表，但确实对银行造成额外的风险。资产负债表外负债的一个例子是备用信用证（standby letter of credit），它担保借款人在其债务到期时能够偿付（倘若借款人不能支付，则由银行支付）。商业票据通常具有这种银行担保。另一个例子是银行设立了一种票据发行便利（Note-Issuing Facility），并担保借款人可以发行对其他利率带有固定差额的短期承兑票据。

银行预计到这些安排在未来的某些危机中可能成为重大的风险。但它对银行的好处是，由于这些或有负债并不列入银行的资产负债表，银行不必为它们保留资本，因而可以降

低关于适度资本的规定要求。

银行还承担其他的风险。它们在外汇市场和货币市场上进行投机。例如，一家银行预期利率将下降，可能于一周之初买进联邦资金,且希望随后在该周末再卖出它以获取利润。

除特别小的银行以外，所有银行都以很小的风险从它们对存款人征收的手续费方面赚取较大的收入。那些签发信用卡的银行还可获得收自信用卡持有人的手续费收入及商人们付出的佣金收入。

某些银行还可以从它们的控制着很大资本数额的信托部门那里赚取手续费收入。大约只有四分之一的银行有信托部门,且极少数银行的信托部门就占有了大部分的信托资产。它们只是代管富有居民的资金、不动产和养老金等。对某些信托基金，银行仅仅提供投资建议，但是对更大部分的信托基金，银行负有投资的责任。银行可以、也确实把这些不同于其自身资产的资金投资于普通股票以及具有固定收入的证券。

银行的这些信托活动已经受到人们的关注，并且已有人建议让信托部门脱离银行而将其变为独立的机构。这一建议的主要理由是：首先，信托部门使银行集聚了极大的经济力量；其次，银行不可能按所要求那样把信托业务和其商业银行业务分开。例如，倘若银行作为贷款人能够比一家公司的其他股东更早得知该公司的不妙前景，它可以让其信托部门卖出股票，从而使其他股东受到损害，而这是银行所不应当做的。这种情况是否确已大规模出现，仍然是一个有争议的问题。

除了私人信托，大银行还代办企业的信托事项。它们代管企业的养老金基金、代发公司债券利息和股票股息，且代办这些债券的转让过户登记。这些活动也是银行主顾关系的有利可图部分。

最后，还存在银行控股公司（已在上一章论述）的非银行子公司的业务。

小　　结

1．银行发行可开列支票存款、储蓄存款和定期存款。其他银行负债包括购入的联邦资金、银行承兑票据和资本。

2．除极小的存款机构外，所有拥有交易存款或非个人定期存款的存款机构都必须持有联邦储备系统规定额度内的准备金。

3．银行贷款是银行的最大资产。银行要进行信贷分配。工商企业与银行存在着主顾关系，且可以得到长期贷款及短期贷款。它们常常得到一个信贷额度，但必须在银行保留补偿性余额存款，且经常必须提供抵押品。与银行关系极为密切的顾客有时可以按低于优惠利率的利率借款，但其他许多顾客必须按高于优惠利率的利率支付贷款利息。定期贷款的利率是经常变动的。

4．抵押贷款虽然较不具流动性，但它们是银行资产的重

要部分。此外，银行还发放消费贷款和证券贷款。

5.银行现在通过在定额存单市场和联邦资金市场积极买进资金的办法来管理它们的负债。大银行更加倚重于这种购入资金。

6. 银行必须注意其资产和负债的到期日搭配。它们常常试图持有期限较其负债期限更长的资产，但这样做是有风险的。

7. 银行通过各种活动赚取手续费收入。大银行拥有很大的信托部门。

问题与练习

1. 描述银行管理其负债的方法。

2. 试描述可转让定额存单和不可转让定额存单。

3. 试解释：

a. 银行承兑票据

b. 证券回购协议

c. 联邦资金

d. 基本准备金

4. 试述信贷分配。为什么银行要这样做？

5. 论述下列工商业贷款的特点：

a. 信贷额度

b．补偿性余额

c．抵押资产

d．优惠利率

6．假定某银行家告诉你，他担任25年贷款部经理所发放的贷款从未发生过违约，你认为他是否具有合理的职业判断？

7．试述银行信托部门的职能。

8．讨论下述见解："应当降低对银行的资本要求。如果它们的资金中作为资本的比例较小，它们就可以发放较多的贷款。"

5

其他金融中介机构

我们大多数人都要花不少时间进行储蓄，但是当实际进行某种储蓄时我们将发现，在一个日益复杂的经济社会里要决定如何投资是困难的。除商业银行外，还有若干其他机构在储蓄者和投资者之间起中介作用，而且为储蓄者直接投资提供替代的办法。在金融中介机构的总名称下的这些机构包括了互助储蓄银行、储蓄贷款协会、信用社、人寿保险公司和养老金基金。

大多数美国人依靠这些金融中介机构代为进行投资，他们必须牺牲一些投资收入以支付金融中介机构的经办费用。而大多数人，尤其是那些行事稳重的人，也愿意为这些中介机构所提供的安全和便利支付费用。富有的人购买普通股票，并可能持有能带来免税收入的市政债券。但美国居民中持有普通股票的人很少，持有免税债券的人则更少。大多数家庭是把他们的储蓄投资在商业银行和其他中介机构。表５·１列示了居民的金融资产在各种直接持有的证券及金融中介机构

表 5.1 家庭资产负债表

1984 年 12 月 31 日

资　　产	金额（单位：10 亿美元）
存款与贷款市场票据[a]	3229.9
存款	2471.0
可开到支票存款与通货	384.8
小额定期存款与储蓄存款	1689.8
货币市场基金股份	209.7
大额定期存款	186.7
贷款市场票据	823.8
美国政府证券	405.3
财政部发行票据	327.0
储蓄债券	74.5
其他债券	252.5
政府机构发行票据	78.3
州与地方债券	212.5
公司债券与外国债券	46.0
抵押契据	160.4
公开市场票据	−0.4
公司股权净值	1491.3
到助基金股份	161.2
其他公司股权净值	1330.2
人寿保险准备金	246.0
养老金基金准备金	1436.6
证券贷款	18.1
其他资产	99.2
金融资产总计	6586.7

（续表）

资　　产	金额　（单位：10亿美元）
贷款抵押票据	2034.0
住宅抵押	1308.5
其他抵押	41.4
分期消费贷款	460.5
其他消费贷款	116.6
银行贷款净收费用	36.5
其他贷款	79.3
证券贷款	34.6
交易贷款	25.6
延期及未付的人寿保险费	15.1
负债总计	2169.5

a：不包括公司股权净值。

之间的分布情况。表5·2则表明家庭储蓄的流量是如何在各种证券与金融中介机构之间分配的。必须指出，只有不到20%的家庭金融投资直接流入证券市场。

储蓄机构概貌

储蓄机构，如互助储蓄银行、储蓄贷款协会和货币市场

表 5．2　历年家庭金融资产变动表　　（单位：10亿美元）

年份	储蓄贷款协会[a]	储蓄银行	商业银行	信用社	人寿保险公司准备金	养老金基金的准备金	贷款与股权票据	货币市场基金股份	总计[b]
1960	7.6	1.4	2.7	0.5	3.2	8.3	6.2		31.6
1965	8.5	3.6	14.9	1.0	4.8	12.1	2.8		55.1
1970	11.0	4.4	27.0	1.2	5.5	18.4	−1.2		75.1
1971	28.0	9.9	28.1	1.7	6.3	21.1	−8.9		98.3
1972	32.7	10.2	29.0	2.5	6.9	22.6	6.0		122.2
1973	20.2	4.7	35.3	3.6	7.6	25.4	32.0		142.7
1974	16.1	3.1	34.1	2.6	6.7	29.6	36.6	2.4	138.5
1975	42.8	11.2	24.6	5.4	8.7	34.9	27.0	1.3	162.8
1976	50.6	13.0	37.9	6.0	8.4	44.0	23.9	0.0	199.5
1977	51.0	11.1	37.8	7.7	11.5	54.6	27.8	0.2	223.0
1978	44.9	8.6	40.4	6.4	12.0	61.8	56.2	6.9	259.7
1979	39.3	3.4	27.3	4.4	10.7	84.3	52.9	34.4	278.0
1980	41.8	7.5	68.8	8.3	9.7	106.5	28.4	29.2	310.5
1981	20.0	3.0	40.5	3.1	9.2	107.9	12.6	107.5	339.3
1982	46.8	5.3	55.9	11.2	7.2	143.0	43.6	24.7	354.0
1983	101.4	15.8	66.4	14.9	8.0	146.0	83.9	−44.1	453.0
1984	112.3	8.8	74.6	12.9	8.0	124.1	57.3	47.2	476.1

注：不包括1973年以前的货币市场基金的数据

a：包括大多数由联邦储蓄贷款保险公司承保的联邦储蓄银行。

b：包括无法归入别类的可开列支票存款和通货。

c：预计的初步数据。

〔资料来源〕　《储蓄机构资料汇集》，1985年（美国储蓄机构联合会）。基金，提供了金融中介机构职能的最好的以及最重要的

例证。正如我们在第 2 章里已指出的，它们可实现大规模经济的效益和多样化经营的收益，并通过集中许多个别储蓄者的资产而创造流动性。

目前，我们的现行金融安排反映了金融机构与金融市场的初期形式及其历史沿革。在一段时期内，商业银行与储蓄机构的职能曾有明显的区别。商业银行专门经营活期债券（银行券与可开列支票存款），并为工商业提供短期贷款。储蓄银行和储蓄贷款协会则为家庭储蓄提供存款服务，并持有长期资产，尤其是住宅抵押贷款。

现在商业银行和储蓄机构的区分界限，实际上已变得模糊不清。商业银行早已参与储蓄存款和住宅抵押市场。较近期的储蓄机构则已经开始提供可开列支票存款服务（可转让提款单与超级可转让提款单），并有了提供消费贷款及发放工商业贷款的更大的权力。很明显，各种存款机构正在变得更为相似，然而它们之间的差别要完全消失还得有一段时间。在此，回顾一下它们的历史，将有助于说明这种转变的一些问题。

储 蓄 银 行

早在 19 世纪，为了促进正在兴盛的手工业阶层的储蓄业务，波士顿、费城和纽约这些城市就建立了互助储蓄银行。这种银行是由自负无限责任的理事会所控制的，其超出费用部分的收益或用于向存款人支付利息，或拨入盈余作为应付大量损失的后备。

绝大多数的互助储蓄银行是由州政府而不是联邦政府特

许的。其中的大部分集中在新英格兰和纽约州，只有少数在其他州。直到本世纪 80 年代，互助储蓄银行的管理一直是稳健的，且极少倒闭。但后来在俄亥俄州和马里兰州曾有过一些令人注目的倒闭事件。由于这些储蓄银行是由私营保险系统而不是由联邦保险机构承保的，所以存款人遭受了损失。

储蓄贷款协会

储蓄贷款协会原先是以自助组织的形式建立起来的。一些想为住房筹资的人们同意把他们的储蓄集中使用，以便用于购建住宅。储蓄贷款协会现在的经营方式和储蓄银行极为相似，然而在若干重要方面又有所不同。

首先，现在的许多储蓄贷款协会是组建成公司而不是互助机构；而储蓄银行则只有那么几家采取“股份”形式。还有，在 1980 年有关法案被修订以前，储蓄贷款协会只限于经营住宅抵押贷款和政府证券。

2000 家由联邦政府特许的储蓄贷款协会持有存款总额的 60%，其余存款则由 2500 家以上的州特许的储蓄贷款协会所持有。几乎所有的存款都由类似联邦存款保险公司（FDIC）的联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC）按 10 万美元的限额承保，其余存款中的大部分由各州经管的基金会承保。

州特许的储蓄贷款协会由各州银行委员会和联邦储蓄贷款保险公司进行检查和监督。联邦政府特许的协会则由 12 家区域性的住宅贷款银行进行监督。联邦住宅贷款银行系统成立于 30 年代，因为当时出现了大量储蓄贷款协会的倒闭。它由 12 家区域性的联邦住宅贷款银行所组成，这些银行在名义

上由本地区内联邦政府特许的储蓄贷款协会所拥有。但这些区域性银行的活动是由总统任命的联邦住宅贷款银行理事会来控制的。联邦住宅贷款银行理事会代表这12家区域性银行出售证券，为所属的成员协会的贷款筹集资金。然而，该系统的贷款能力和联邦储备系统相比是较为有限的。住宅贷款银行一般必须向借款的储蓄贷款协会收取一些费用，以弥补它们自己的借款费用。在紧急情况下，住宅贷款银行理事会可以直接向美国财政部借款。如果储蓄贷款协会没有其他借款途径，它们也可以向联邦储备系统借款。

货币市场基金

货币市场基金在1974年才开始变得重要起来，因为当时的短期利率上升到创记录水平；而在利率再次急剧上升的1979—1982年期间，它又有一个突破性的增长。这种基金是由证券经纪商及管理投资于股票和债券的其他各类互助基金的公司所组织的，它被用来投资于国库券、商业票据和银行定额存单。这些公司与银行商定，由银行承付该基金的股东们对基金帐户开出的支票，但通常只是对500美元以上的支票作出支付。当银行提交该支票时，基金资产就要减少，从而使被贷记的开票人帐户的股份数额也减少。

信 用 社

信用社在近年来发展迅速。它是像储蓄银行那样的合作机构，但常常是由雇主们发起的，他们提供免费办公地点并安排发放工薪时的储蓄扣款计划。信用社通常为其成员提供消费贷款和住宅抵押贷款。

储蓄机构的资产组合

在长期历史中的大部分时期内，储蓄机构的存款是相当稳定地发展的，并且很少发生存款外流。从到期日搭配的角度来看，尽管个人存款可能在短期内被提取，但它们的存款总额可以被视为长期债务。因而，它们总是将其大部分资金投资于长期资产。

储蓄机构一直在住宅抵押方面进行大量投资。它们之所以集中于抵押贷款，部分地归因于法律上的限制，但也反映了它们在抵押投资上比其他的长期投资者（诸如保险公司、养老金基金）处于相对有利的地位。

地方储蓄机构办事处的经理们能够随时适应相邻地区房地产价值、地区法律以及税收的变化。储蓄机构还希望吸收抵押贷款借款人的存款业务。

由于法律上的限制，储蓄贷款协会的资产组合主要由不动产贷款、美国政府证券和现金构成。但从1980年起，储蓄贷款协会开始从有关法律的修订中获得好处，法律现已允许它们有较大范围的投资选择。然而，如表5·3所示，不动产贷款在它们的资产组合中仍占支配地位。储蓄贷款协会专门经营对个别家庭的住宅抵押贷款，但它们也向公寓建筑商放款，并且向购物中心及其他办公机构与商店的建筑商提供商

业抵押贷款。储蓄贷款协会向建筑商发放建设贷款。它们提供建筑预付资金，并在建筑物售出后得到偿还。它们还向建筑商发放抵押贷款"承诺"，即同意向那些根据建设合同在住宅完工并出售时的购买者发放抵押贷款。

虽然对抵押贷款的需求相当稳定，但储蓄贷款协会必须调整它们的政策以适应存款流入的波动。当存款流入量出现暂时下降时，它们可以向联邦住宅贷款银行借款。然而在银根紧缩时期，它们曾不得不实行更严格的贷款分配，即限制对那些具有持续关系的存款顾客与建筑商的新贷款承诺。当

表 5．3　储蓄贷款协会的资产负债表

（1984 年 12 月 31 日）

	资产 10亿美元	资产 %		负债 10亿美元	负债 %
抵押贷款	606.8	61.3	存款	769.2	82.4
美国政府证券	163.6	16.5	联邦住宅贷款银行借款	74.8	7.7
消费贷款	41.3	4.2	联邦资金和证券回购协议	46.1	4.8
联邦资金和证券回购协议	29.1	2.9	银行贷款	13.7	1.4
公开市场票据	14.9	1.5	公司债券	4.9	0.5
活期存款和通货	10.6	1.1	其他负债	30.4	3.1
定期存款	9.6	1.0			
免税债务凭证	0.7	0.1	总计	966.0	100.0
其他资产	112.9	11.4			
总　计	989.6	100.0			

〔资料来源〕　联邦储备理事会：《资金流动表：金融资产与负债》，1961

年底—1984年底，第22页。它们的存款流入量较大时，它们就偿还联邦住宅贷款银行的贷款，并暂时增大对政府证券的持有量。当然，从长期来看，储蓄贷款协会在自己不能满足新的贷款需求时就提高其抵押贷款的利率，而在有过剩资金时则降低该利率。

互助储蓄银行的投资活动要较为复杂些，因为它们拥有和储蓄贷款协会不同的贷款权力。互助储蓄银行可以购买公司债券，甚至购买某些股票。然而犹如储蓄贷款协会那样，它们在消费贷款方面的权力是有限的。表5·4列出了它们的资

表5．4　互助储蓄银行的资产负债表

1984年12月31日

资产			负债		
	10亿美元	%		10亿美元	%
抵押贷款	103.0	50.3	存　款	180.6	93.4
美国政府证券	33.8	16.5	其他负债	12.7	6.6
公司和外国债券	20.4	10.0			
消费贷款	11.3	5.5	总　计	193.3	100.0
商业票据	7.7	3.8			
联邦资金和证券回购协议	6.0	2.9			
活期存款与通货	4.6	2.2			
公司股权	4.1	2.0			
免税债务凭证	2.1	1.0			
定期存款	0.4	0.2			
其他资产	11.39	5.5			
总　计	205.7	100.0			

〔资料来源〕　联邦储备理事会:《资金流动表:金融资产与负债》,1961年底—1984年底,第22页产负债表。不过，由于互助储蓄银行比保险公司和养老金基金在抵押贷款方面较有优势，而且当它们的72%资产是抵押贷款时将能获得税收上的好处，所以互助储蓄银行整体的资产总额中有一半是抵押贷款，而商业抵押贷款又占它们的抵押资产的三分之一。由于储蓄银行集中在人口增长相对缓慢的州里，互助储蓄银行常常在本州之外地区发放抵押贷款。

因为互助储蓄银行有购买债券的选择权，所以它们可以进行投资选择,只要债券收益相对于抵押贷款收益而上升,它们就会把资产转向债券市场。正如我们在下一章将论述的那样，它们进行的这种选择是债券利率与抵押贷款利率之间的联系之一。

全部储蓄机构共持有约7000亿美元的抵押贷款,几乎占它们的所有资金来源总额的一半。由于储蓄机构在抵押贷款市场上起着非常重要的作用，一些人士认为，它们放款活动的任何减少都会影响住宅建筑的速度。因为住房建筑业是个大行业，且具有政治上的影响，储蓄机构的竞争问题已经引起大量的政治争论，并促成了许多扶持储蓄机构以及为抵押贷款增加其他筹资来源的法案。

储蓄机构如何竞争顾客存款

储蓄机构面临着两种竞争：它们必须和商业银行竞争，后者提供与储蓄机构一样的储蓄存款和定额存单；它们还必须和可交易证券（即债券、股票、国库券）的发行商以及货币市场基金竞争。

家庭现在持有的定期和储蓄存款，在名义上是第二次世界大战结束时的15倍。储蓄机构在“储蓄市场”的占有额已从1945年的约45%增加到1960年的60%。此后，商业银行的占有额一直是波动性发展的，但只有微小的净增加。

就平均水平而言，家庭在可交易证券方面的投资仅占它们储蓄的一小部分。然而在若干场合，货币市场利率的快速增加已经导致家庭把资金从储蓄机构直接转向可交易证券或货币市场基金。

储蓄业务的竞争

过去的30年中，金融机构一直在为储蓄存款而进行激烈

的竞争。共有不止14000家银行、6000家储蓄贷款协会、600家互助储蓄银行和信用社都在试图吸引顾客的资金。通过成百家经纪商办事处出售的货币市场基金同样也参与这一竞争。

在大多数城市地区，提供储蓄存款服务的一些机构之间都存在着激烈的竞争。顾客们会对利率差价以及地区性与便利性因素作出明显的反应。不同储蓄机构所支付利率的变动对它们在当地储蓄存款市场上的占有额有着重大的影响。消费者可以对设在他们居住地、工作地点或购物中心附近的一系列银行办事处进行选择。当各储蓄机构提供的利率相同时，消费者常常根据地理便利性、营业时间上的偏好或者对有关办事员的好感来选择所需要的一家储蓄机构。某些居民则储蓄于那些曾向他们提供抵押贷款的银行。

Q 项规则

新政（The New Deal）试图扩大住宅的私人所有权，并已获得成功：在1930年大约有三分之一家庭拥有自己的住宅，现在这个比率大约为三分之二。为了适应上述目标，流行的住宅抵押贷款形式已经改变了。当时的典型抵押贷款并不是像我们现在所知的长期摊还抵押贷款，而是每5年到期全部偿还的抵押贷款。实际上，抵押贷款常常被展期到下一个5年；但即使这样，这种抵押贷款形式更适用于收入较多的人，而不是一般平民。为了帮助更多的人购买住房，储蓄机构被鼓励发放现在称为“传统”形式的抵押贷款，即分期偿还的固定利率的长期住宅抵押贷款。这一政策是成功的

——家庭发现长期摊付的抵押贷款更易于处理，因而在第二次世界大战后，住宅的私人所有权已有明显的增加。

但是，有些问题被忽略了。这种固定利率的长期住宅抵押贷款只有在利率不会迅速上升及短期利率低于长期利率的情况下才是可行的。储蓄机构通常是进行短借长贷，如果利率稳定，它们才有可能预测在贷款方面的收入与支付给存款人的利息之间的差价。

虽然在第二次世界大战和越南战争之间的那些年里，利率确实上升了，但这种上升还算是相当温和的。在1953年，10年期的政府债券的利率是2.85%，在1963年为4.00%，而这段时期内每一年的短期利率均低于长期利率。但是在1965年以后，利率明显地上升。到1982年，10年期的政府债券的利率达到13.9%，而国库券的利率则为14.0%。当利率急剧上升时，储蓄机构就陷入了困境。1981年储蓄贷款协会为其资金支付的利率平均为10.92%，但在其资产上的收益只有10.11%。这样一个0.81%的负差价根本不是支付经营费用的好办法！

当时采取了什么措施呢？显然不能提高未偿还抵押贷款的利率。但是对存款支付的利率可以抑制不升。1933年的银行法已授权联邦储备系统设立定期存款的最大利率。联邦储备系统已经相当顺利地实施了这条规则，即Q项规则：每当公开市场上的利率上升到足以使银行对之感到难以适应时，

就可以规定存款利率的上限。[①] 但是在1967年，储蓄机构强烈抱怨说，它们之间以及来自银行方面的竞争正迫使存款利率达到使许多储蓄机构倒闭的水平。因此，联邦储备系统略为降低Q项规则的利率上限，而不是提高这一上限，以扶持储蓄机构。联邦存款保险公司对非会员银行，以及联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC）对储蓄贷款协会也都制定了类似的规则。

Q项规则的问题

Q项规则适应了1967年发生的紧急情况的需要，但它作为长期性政策则是有缺陷的。在经历了18年的痛苦体验后，Q项规则才被完全取消。

同时，Q项规则的确造成了大量的损失。首先，它是不公平的。富有的家庭有可能获得不同的金融资产，他们可以购买证券来赚取高利率的利息；而政府仅仅压低那些金融资产较单一的低收入及中等收入家庭的储蓄存款利率。这种待遇差别在1970年变得更为突出，当时因为Q项规则的利率上限使银行出售定额存单发生困难而取消了对10万美元（或10万美元以上）存款的利率限制，但是能够购买证券的并不仅仅是那些拥有10万美元存款的人。所以，Q项规则随后被修改为对大额存款人制定更高的利率上限。最低的上限仅适

① "Q项规则"这一术语没有什么深奥的意义。联邦储备系统将其第一条规则称为"A项规则"，而管制存款利率的规则的顺序是Q，因而称之为"Q项规则"。

用于存折存款，即由小额存款人拥有的那种存款。

其次，每当利率上升时，Q 项规则就会导致丧失媒介现象（disintermediation），这个令人不快的短语是指资金从金融中介机构流出而转为直接投资。随着证券利率的上升，存款人提取存款并改为购买证券就变得更为合算。因此当该利率充分上升时，储蓄机构的资金净流入量急剧下降。结果在1967 年由于Q 项规则上限紧缩，这些机构不得不削减发放住宅抵押贷款。这完全不是使用Q 项规则的本意。应用Q 项规则不是出自对储蓄机构本身的关心，而是要使得它们能拥有为具有政治影响的建筑业不断提供抵押贷款的备用资金。然而，事实上却出现了丧失媒介的现象。这反映出经济学的一个基本原则：如果要设定价格，就会在数量上失去控制，反之亦然。

经济学的另一个基本原则是：如果限制一种竞争途径，则会刺激其他方式的竞争。当Q 项规则禁止存款机构进行价格竞争（即改变存款利率）时，它们就通过向存款人提供“免费服务”的手法来竞争。此外，它们还通过建立可供存款人选择的新分支机构的办法进行竞争。这些非价格竞争是非常浪费的。

经济学中还有一个基本原则：如果只对某种机构施行管制，那么，提供与该机构类似的产品而又未受管制的机构将兴旺起来，或者将出现一些新的机构。因而，Q 项规则使货币市场基金在金融体系中从微小部分发展到相当大的规模。这些准货币的增长使得对“货币”的定义与度量更为困难了。而这种定义和度量正是经济学家所关心的问题。那些实际决

定政策的人士更为关注的是，货币市场基金具有从银行和储蓄机构迅速吸走存款的潜在力量。

有关Q项规则的另外一个问题是，它没有考虑到我们的整个储蓄机构制度仅仅在特定条件下才可生存这一基本问题。如前所述，只有在利率不会迅速上升的条件下，以短期存款来融通固定利率的长期抵押贷款才是可行的。而在70年代和80年代初期，利率却是在急剧上升。在经济意义上（虽然不是在法律意义和会计意义上）其结果是，大多数储蓄机构的净价值成了负数。它们之所以没有破产，是因为会计师按照获取时的价格而不是现行市价来计量那些抵押贷款的价值。根据一项研究推断，在1981年，投保的储蓄贷款协会已经出现隐含的损失（即它们资产的实际价值与帐面价值之间的差额），这相当于它们的35%的抵押贷款被拖欠时所要遭受的损失。对互助储蓄银行来说，相应的比率是39%。[①] 储蓄机构之所以能维持生存，是由于一种未出现在它们帐簿上的资产，即存款保险所担保的价值。如果不存在存款保险的话，那些老练的存款人一旦得知储蓄机构的负债已超过其资产，就会开始向该机构挤兑存款。

Q项规则的逐步废弃

显然，这需要采取某些措施，并且也作了许多尝试。一种办法是实行差别价格，当市场利率相对于Q项规则的固定

---

① 爱德华·凯恩：《存款保险的集聚性危机》，麻省理工学院出版社（马萨诸塞州，剑桥）1985年版。

利率而提高时，并非所有的存款人都会提取他们的存款。因此，既然提高所有的利率会给储蓄机构带来损失，那么，为何不仅仅只是提高那几种对利率很敏感的存款，即大额存款与长期存款的Q 项规则利率上限来代替所有利率的提高呢？这一办法曾经试行过。但是，当其他存款人看到大额存款和长期存款的利率比他们正得到的利率高出许多时，他们也会把存款转为长期存款，有时还会把几笔小额存款合并为大额存款。这样一来，对大额存款和长期存款按较高利率付息的做法，使储蓄机构的成本代价变得太大了。

另一种办法是缩小资产与负债的到期日的时间间隔。当采用可变动利率的抵押贷款时，某些抵押贷款就相当于短期资产。[①] 但这种办法收效不大，因为借款人不愿意取得可变动利率的抵押贷款。显然，这种贷款将使他们承担利率上升的风险。另一种可能减少资产与负债到期日搭配不当的办法是，允许储蓄机构发放期限较之抵押贷款短得多的消费贷款和工商业贷款。但这在短期内还是无济于事。储蓄机构的帐面上仍然保留全部的旧的抵押贷款，需要花很长时间才能使消费贷款和工商业贷款成为其资产的主要部分。

事情已经愈来愈明显，Q 项规则在防止大多数储蓄机构倒闭的意义上虽然是一种成功的措施，但它并不是一种长期

---

① 可变动利率的抵押贷款是其利率随着一些利率（如5年政府债券的利率或储蓄贷款协会所获资金的平均成本）一起变动的抵押贷款。由于贷款人避免了在利率固定的长期贷款上固有的大部分风险，这种可变动利率的抵押贷款类似于短期的抵押贷款。

的可行措施。因此，在1980年通过了一项新法案，要求到1986年5月止逐步取消Q项规则。作为报偿，储蓄机构将获得发行全国性可转让提款单（NOW）的权利和其他好处。

到期日搭配不当的问题

Q项规则的逐步取消可以应付失媒现象和来自货币市场基金的竞争，但是对解决储蓄机构仍然面临的到期日搭配不当的难题则毫无作用。大多数储蓄机构的负债超过其资产的实际价值。对于这个问题，一部分是通过把疲弱的储蓄机构并入实力较强的机构的做法来处理的，另一部分则根据“假定不会这样”的政策来应付。只要储蓄机构的存款已被保险，而且它还可以应付每天的现金流出，那么，它甚至在其资产净价值出现负数的情况下也能够渡过难关。所以，即使某些储蓄机构的资产净值按照标准会计程序来度量已降至管理条例规定的最低值之下，金融管理机构仍允许它们继续营业。此外，联邦储蓄贷款保险公司也向少数疲弱的储蓄贷款协会提供资金，以使它们能够达到规定的资产净值要求。而它们仅仅在（如果可能）获得了收益而没有损失的情况下才必须对这些资金支付利息。创造性会计的另一个例子是，把两家储蓄机构加以合并，使得它们最终在帐簿上的资本较之它们作为单一公司时大得多。这些忽视现实的措施只是短时期的权宜之计，但也起过一定的积极作用。在1982年和1983年，当利率下降时，曾仅仅因“允许作假”的政策而幸存的许多储蓄机构确实再次成活了。诚实的政策并不总是最好的政策。

但是创造性会计挽救不了所有的储蓄机构。一些机构的

到期日搭配不当问题太严重了；另一些机构则受到企图援助它们的政策的损害：在1980年，储蓄贷款协会被允许在相当宽的范围内选择投资资产，1982年它们再次得到这种许可。其结果却造成某些储蓄机构由于不可靠的贷款，而不是由于到期日搭配不当而遭到破产。从1980年到1983年，储蓄贷款协会的数目下降了24%，而储蓄银行的家数则减少了大约四分之一。

存　款　保　险

过度承担风险不仅损害了一些储蓄贷款协会，而且也损害了一部分存款保险组织。在一些州里，储蓄机构的存款主要是由州政府给予赞助但不提供担保的私营存款保险组织来承保的。俄亥俄州就是其中之一。在1984年，俄亥俄州的一家储蓄机构——州住宅储蓄银行，由于同它签订了大量证券回购协议的政府证券商的舞弊传闻而遭受巨大损失。当这家住宅储蓄银行倒闭时，私营保险公司的资金不足以抵偿它的存款。这就导致对俄亥俄州的其他储蓄机构的存款挤兑。为了阻止挤兑，州政府暂时关闭了所有由州有资金承保的储蓄机构。几周之后，那些稳健的储蓄机构才恢复营业。第二年，马里兰州也发生了同样的情况，因为人们当时发现该州的一家储蓄机构作了不稳妥的投资。为了制止由此而引起的对所有由私营保险公司承保的储蓄机构的存款挤兑，该州的金融当局不得不对存款人可以提取存款的数额作了限制。

结果是，除了马萨诸塞州仍由州保险组织经营10万美元以上存款的保险业务外，所有其他各州现在都要由联邦政府

承保。州保险制度的退位证明，要充分发挥存款保险的作用，必须以联邦政府的资金为后盾。因为联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司实际上是以联邦政府的充分可信性和可靠性为保证的，所以它们不会有倒闭的危险。但是，落到乞灵于这种保证的地步当然是使人感到困恼的。因此，联邦储蓄贷款保险公司在80年代初期处理濒于倒闭的储蓄机构时，采用了不使其帐簿上表现大额损失的一些会计方法。此外，甚至对那些按放宽的标准来看仍然是无力偿付债务的储蓄机构，联邦储蓄贷款保险公司也不关闭它们。1986年初，这样的储蓄机构有461家，拥有1140亿美元的存款。联邦储蓄贷款保险公司担心，不论是将它们与其他机构合并，还是对它们的存款人作出赔偿，都会严重地减少它的保险基金，这笔基金在当时为68亿美元。但是，由于继续营业，这些储蓄机构仍不断地遭受损失。除非利率下降并保持在低水平，否则它们继续营业的时间愈长，联邦储蓄贷款保险公司最终要付出的代价就愈大。因此，联邦储蓄贷款保险公司最近（1986年5月）计划从联邦住宅贷款银行（这一机构将在后面讨论）和资本市场获取额外的资金，以便可以让这些储蓄机构终止经营。

保险和退休储蓄

家庭对人寿保险公司和养老金基金的要求权在数量上堪与他们持有的商业银行及储蓄机构的定期存款和储蓄存款相比。人寿保险公司和养老金基金在公司债券市场上起主导作用：并且已经日益成为重要的普通股票持有者。这两个机构在战后的年代里一直在发展，但后者发展得尤其快。

人 寿 保 险

人寿保险公司已经存在有两百多年，但城市化及工业化的进程加速了它们的发展，并且使其重要性激增，因为人们发现他们在晚年时不可能依靠子女来赡养。农场主和小业主们则不大需要人寿保险，因为当主要经营者死亡时其家属可以依靠自家的农场或产业来维持生计。此外，他们通常认为把全部的储蓄投放到农场或产业上是必要的。而工业化社会产生了领取薪金的中产阶级,他们能够储蓄且要供养家庭,参加人寿保险是他们为家属提供生活费用的一种办法。但他们通常也把投保和投资结合起来。

仅仅购买人寿保险而不进行投资的情况是可能出现的。定期保险单持有人支付的保险费等于他们所属年龄组的死亡概率所决定的死亡恤金（加上保险单出售和管理费用）。保险

公司售出大量的类似的保险单来筹集足够的保险费，以弥补当年死亡的那些人的死亡恤金以及它们的经营费用（如果可能的话，还有微薄的利润）。这种保险单的持有人不具有任何要求权，且保险公司的资产仅仅是年度保险费的一小部分。然而，定期保险费率随着投保人年龄的增大而提高，且在投保人开始真正感到可能不久于人世时将成为一种过度的负担。

不少人发现，一种所谓的普通人寿保险单（ordinary-life policy）或平均保险费保单（level-premium policy）比定期保险更有吸引力。普通人寿保险单持有人在早年支付的保险费高于他们如果购买定期保险单所应支付的保险费。保险公司用这些超额的保险费进行投资，并为累积的收益建立准备帐户。普通人寿保险费率是固定不变的。计算该金额的原则是，投保人支付的保险费总额加上收益准备再减去手续费用后必须都能足以弥补其死亡恤金。实际上，普通人寿保险单持有人是预先为他们的保险进行支付，从而避免不断增加的定期保险费。在这种情况下，他们是在人寿保险准备金上进行投资。如果保险单持有人退保，他们有权收回该保险单上的大部分准备金。这种可以退还个人的金额称为退保解约金（cash surrender value）。保险单持有人也可以按保险单上规定的利率借到该准备金。

随着人口的增长和收入的提高，保险金额已经以较大的规模快速增加，如人寿保险的准备金一般以每年约60亿美元的速率增长。

由于人寿保险契约保持多年有效，而且保险准备能获得固定的最低利率，因此人寿保险公司将其大部分保险准备金

投资于长期资产。因为对它们的投资收入不是按一般的公司税率课税，所以它们仅仅把少量的金额投资于州或地方政府的免税证券上。人寿保险公司的债务金额是固定的，所以人寿保险准备金一般不投资于普通股票（这是我们在第2章论述过的投资套期保值的一个例子），从而人寿保险基金的主要投资出路是购买抵押贷款和公司债券。人寿保险公司有时把大量的资金投入独户住宅抵押贷款。然而在近几年，它们转向对大型办公楼、购物中心和公寓建筑的商业抵押贷款，而把零星的住宅抵押贷款业务让给当地的储蓄机构和银行。

养老金基金

工业化和城市化的进程促进了人寿保险业的产生和发展，同样也引起了为退休进行储蓄的需要。人们寿命的延长和强制退休的普遍做法增加了退休基金的必要性。从30年代发展起来的社会保险制度几乎为每个人提供了退休收入。但许多人希望得到额外的退休资助。任何有这种愿望的人当然可以在其工作年限内进行储蓄和投资，然后在退休时依赖储蓄收入，逐渐变现资产来维持生计，或是购买养老年金。但是，通过参加养老金基金进行储蓄可获得税收方面的好处。许多工会在谈判中要求由雇主提供资金的养老基金计划，并同意从雇员的薪金增加额中取出一部分加入养老金基金。由国内税收局批准的雇主对养老金基金的捐款，在课税时可以被视作工薪费用。既然雇员只有在获得养老金收入时才需要纳税，所以，他们通过参加养老金基金进行储蓄就可以推迟纳税。

雇主资助的养老金基金，是由银行的信托部门或保险公司来管理的。基金管理人主要将这些资金投资于公司股票和债券。由于参加养老金基金的雇员数量增加得非常迅速，同时还由于名义工资率的大幅度提高，因此为现有雇员交纳的款项已经超过支付给退休雇员的养老金，养老金基金的资产已经大大地增加了。

其他保险形式

其他保险公司主要有海运保险公司、火灾保险公司和意外保险公司。它们的金融资产比人寿保险公司少得多，但仍然持有不容忽视的600亿美元资产。它们的资金来源和投资方式与人寿保险公司得不相同。海运、火灾和意外保险公司对房主、车主及工商业提供火灾保险、失窃保险和意外保险。它们对各种损失支付赔偿费的差别要大于人寿保险公司的死亡恤金，而它们的资本多用于金融资产投资。此外，它们以预收保险费的方法筹集资金，并在未赔偿损失的整个期间内使用投保人的资金（如果在保单年度开始时征收保险费，且损失是均匀分布的，那么它们就可以将年度保险费的一半加以利用）。

海运、火灾和意外保险公司必须在其总资产中保持一部分流动资产，如国库券、商业票据或银行定额存单，但它们的大部分资金投资于长期资产。因为这些保险公司是完全的课税主体，所以它们和银行一样，愿意购买市政公债，而不是公司债券。这些保险公司还持有大量的公司股票。它们像养老金基金那样，根据股票和债券的收益变化，随时把债券转换为股票，或反之把股票转换为债券。海运、火灾和意外

保险公司是唯一要在证券投资选择上把市政公债收益和普通股票预期收益直接联系起来的一种机构。

互 助 基 金

很多人喜欢光顾股票市场，研究经纪人的调查报告，并作出自己的投资选择。他们夸耀成功者，而对失败者则缄口不提。其他一些人，因为希望能获得比固定收入证券上所能得到的更多的收益，所以想投资于普通股票。他们发现投资管理是很麻烦的。富有的人付得起投资咨询费用，且可以购买多种股票资产而不必支付太多的佣金费用。以１万美元或２万美元作股票投资的人则无力支付较多的投资咨询费用，并发现要使资产组合多样化是困难的。互助基金可以解决他们的问题。

普通股票互助基金以很小的价值（比如说，每股面值 100 美元）发行股份。它们将收入的资金扣除一定的佣金后投资于普通股票。这一基金股份的价值将随着该基金所持有股票的命运而波动，每一股份的净值要逐日计算。当这一基金的股份最初发行后，该基金就可以按现存股份的资产净值，每天售出新的股份或以相同的价格购回现存的股份。当新售出的股份数额大于购回的股份数额时，该基金就要购买追加的股票；当购回的股份数额超过新售出的股份数额时，该基金

则必须售出所持有的一些股票。上面提到的佣金称为附加费用（loading），通常为4%左右。大多数附加费用用于支付经纪人佣金或其他销售费用。许多基金不收取任何附加费用。这些无附加费用的基金不支付销售佣金，且在广告上开支很小。互助基金由职业的货币经理来管理。投资经理通常每年可得到占资产价值0．25%或0．5%的手续费。余下的所赚取股息则支付给基金股份的持有人。如果该基金把所有股息都支付掉，它就不必缴纳所得税，但股份持有人必须对收到的股息缴纳所得税。如果该基金在出售股份时获得利润，则向基金股份持有人发放资本增殖股息，对此，股份持有人也应纳税。

互助基金提供了中介职能的一种很好的实例。由于经营规模相当大，它们可以按每一美元投资的相对较低的收费来提供专业性投资管理。它们也可以管理和调剂多样化的资产组合以减少风险，并且只收取很低的管理费用和佣金费用。

关于股票市场的一些研究报告分析了职业投资建议的价值问题。何种基金管理可以超过市场平均水平尚未得到证明。然而，只有极少数投资者能够购到标准及蒲耳氏公司“500种股票价格综合指数”中的所有股票，甚或只能购到更少数的为得到充分的资产多样化所需的股票，至于能购到“纽约股票交易所的股票价格指数”中的1500种股票的投资者就更微乎其微了。无论基金管理的优点是什么，它都能持续地吸引来自那些既想购买股票，又不愿意孤注一掷或不愿花费许多时间和精力进行投资选择的投资者的资金流动。

互助基金具有许多种类型。有的基金宣称专为经济增长

和资本增益而投资，而不言明其股份在可获得较大收益机会的同时也包含相当高的损失风险。在这些基金系列的另一端是平衡资金（balanced funds），可用于购买各种证券，包括债券以及有稳定股息收入的股票和某些发展股票（growth stock）[①]。少数的指数化基金（index fund）持有多种不同的股票，以获得整个市场的分层样本。它们的结果将接近市场的平均水平。

虽然股票互助基金在第二次世界大战之后一直增长很快，但它们只不过在全部普通股票总额中占了很小的一个比重。然而，这种基金依然可以为那些感到难以参与股票市场的众多人士提供一个股票投资的机会。

联邦的信贷机构

联邦政府也主办了若干可以执行金融中介职能的机构。这些联邦信贷机构加上那些部分私营但由联邦政府资助的信贷机构，总共拥有3000亿美元的未清偿资产。

创立联邦信贷机构有两个原因。其一，一些机构可以为国会认可的活动直接提供补贴。如农村电气化管理局在许多

① “发展”股票指销售额和利润不断增长的正在发展的公司发行的股票，它仅次于“热门”股票。——译者注

年里将2%的贷款提供给乡村合作电力公用事业。其二，许多联邦信贷机构之所以要设立，是因为国会认为私营金融系统不能有效地运行。如农业信贷机构（包括12家合作银行、12家联邦信贷中介银行和12家联邦土地银行）创立于30年代，因为当时农场主们抱怨说，他们不能从为其服务的小银行得到足够的贷款。农业信贷机构出售由财政部担保的各种证券，并且通过复杂的地方分支机构网络把售得的资金贷给农场主们。农业借款人支付的利率要能够抵偿政府担保证券的利息加上管理费用。农场主们虽然未获得直接补贴，但他们得到了以美国财政部担保证券为后盾的优等信贷的好处。从政府承担贷款风险的意义上说，这是一种间接性补贴。农业信贷机构持有400亿美元以上的未清偿证券。在1986年，由于持续的农业危机的影响，联邦政府农业信贷机构面临了严重的损失。目前（1986年中期）国会正在考虑帮助它们摆脱困境的计划。

最重要的联邦信贷机构是那些提供住宅抵押贷款的机构。联邦住宅贷款银行理事会在公开市场售出自己的证券，并将收入资金贷给12家区域性的联邦住宅贷款银行，它们又转贷给储蓄贷款协会，最后由储蓄贷款协会放出住宅抵押贷款。

联邦国民抵押贷款协会（FNMA）也在公开市场出售证券，并从银行和其他贷款人那儿购买由联邦机构承保的住宅抵押贷款。联邦国民抵押贷款协会提供3个月至12个月的预付抵押贷款承诺，使得建造大量住房的建筑商确认住宅建造完工时，可以获得抵押贷款来解决资金需要。

联邦国民抵押贷款协会和联邦住宅贷款银行理事会可以

作为从一般信贷市场吸收资金转而将其投向住宅抵押贷款市场的中介,它们有助于建立统一的全国性住宅抵押贷款市场。它们还为抵押贷款提供了一种独立于储蓄机构的存款增长的资金来源。自从储蓄机构的存款增长在1965年出现波动以来，它们的活动得到很大的扩展。但是，联邦信贷机构证券的大量增加已经引起一些争议。某些证券分析家认为，各种联邦资助机构证券数量的增加对其他证券发行者具有不利的影响。其他人则认为，由政府机构提供的金融中介职能可以完善市场，并提供低成本的集资风险。

联邦资金银行于1974年开始营业。它从财政部借款，转而购买原先由各种联邦信贷机构发放的贷款，或向那些由政府机构担保其债务的借款人直接放款。由于财政部借款费用低于联邦信贷机构，所以联邦资金银行减少了联邦信贷计划的费用。

小　　结

1. 互助储蓄银行和储蓄贷款协会是储蓄的主要渠道，住宅抵押贷款是它们的主要资产。

2. 当60年代利率快速上升时，这些抵押贷款为许多储蓄机构带来的收入是不足的。为了保护它们，设定存款利率上限的Q 项规则紧缩了。但这样做有很多缺点：它歧视穷人，

并引起失媒问题和导致更大的非价格竞争。它还造成非管制机构的竞争形式的升级。

3. 到1981年止，大多数储蓄机构的资产净值出现负数。在70年代和80年代挽救这一行业的办法是，设定差别价格，发放可变动利率的抵押贷款，增加储蓄机构的投资权力，最后的但并非不重要的办法是通过创造性会计。存款利率的限额最终于1986年被取消。

4. 人寿保险公司和养老金基金也是重要的金融中介机构，它们提供退休收入。互助基金为投资者提供了多样化投资和专业投资管理。联邦信贷机构以有利于某些借款人的条件提供了进入信贷市场的途径。

问题与练习

1. 当净财富增加时，通过金融中介机构投资的金融资产的比例趋于下降。试加以解释。

2. 查看各种金融机构的存款增长数据（《总统经济报告》中列有这些数据），你如何解释当前的变化？

3. 人寿保险公司主要进行长期资产的投资，这是为什么？

4. 试讨论下述论点，“传统的固定利率住宅抵押贷款在60年代中期以前是好事，此后则成为一种灾难”。

5. “Q项规则的利率上限在1967年是一种良好的政策，

但保持这种规定的做法则是不好的政策。”你同意吗？为什么？

6. 当利率上升时，哪些措施曾被用来维持储蓄机构的生存？

6

资 本 市 场

为了采用先进技术和为日益增多的劳动力提供厂房和设备，一个迅速发展的变化中的经济需要巨大数量的资本。作为所需资本最终来源的储蓄，大部分来自那些并不拥有企业和农场的家庭，他们想让自己的储蓄发挥作用。而企业和政府想投资于实物资本，但缺乏必要的储蓄。因此，在一个大而复杂的经济社会中，为了把储蓄者和投资者结合到一起，就需要有一套非常精巧的安排。在第２章，我们已经说明了金融中介机构在这个过程中如何起帮助作用。但是，它们只是资本市场体系的一部分。资本市场的作用是提供一种安排，以便那些想使投资大于自己储蓄的家庭、企业厂商和政府能够出价购买其他有盈余的开支单位的资金。

然而，要适应各种竞争性出价，不能只有单一的资金蓄水池，这需要有互相分离的长期资金和短期资金市场：一些借款人已经很有名气，而其他借款人仍要树立起自己的信誉；有些贷款涉及到抵押品，而有些则是按月支付或分批入帐。经

营小额贷款的市场又不同于经营大笔贷款的市场。因此，资本市场是一个由许多分支市场组成的网络，每个分支市场经营不同类型的贷款和证券。不过，这些分支市场是密切相连的,以致利率的波动将使资金从一个市场流到另一个市场。而且，资金需求形式是在不断变化的。当各种证券的相对供应随着商业周期变动时，为了促使贷款人改变证券购买形式和借款人改变筹资方式，利率也必须变化。

在本章，我们将考察在短期资产市场和长期证券市场上的这个调剂过程，然后来分析这两种不同市场之间的相互作用。我们将主要关注利率差别的变化引起证券的供给和需求改变的调节方式，在第 13 章，我们将着重考察利率水平。

盈余与赤字

有关联邦政府赤字的争论，几乎每个人都熟悉，尤其是在近几年，因为赤字已达到近 2000 亿美元之巨。然而，我们却较少听到其他经济部门的赤字情况。实际上，它们的赤字常常和联邦政府的一样大。为了便于金融分析，当一个家庭或企业的储蓄超过投资时，我们称之有盈余；而当其投资超过储蓄时，称之为有赤字。虽然大多数家庭常常有盈余，但许多家庭在购买汽车或住房的年份里会出现赤字。在日常活动中，州和地方政府很少出现赤字；然而，它们常常要通过

借款来建造学校和其他公共建筑。企业厂商往往在迅速发展时期会有赤字。虽然它们可以获得利润，但是它们花费的投资大于自己的储蓄，因而，它们不得不进行借款。在税收减少，支出不断增加的经济衰退时期，或在支出超过税收的战争时期，联邦赤字通常也要增加。

自1965年来，联邦政府只有1年出现过盈余；企业厂商每年都出现赤字，而从总体看，家庭则年年有盈余。然而值得指出的是，在政府、企业厂商和家庭内部，情况是有许多不同的。比如，尽管企业厂商在整体上出现赤字，但仍有些企业厂商会有盈余；当家庭部分在整体上有着大量盈余时，许多家庭却出现了赤字。

为了使总盈余和总赤字达到平衡，金融市场必须协调各种不同的金融资产

图6.1 主要非金融部门：每年筹集的净资金　　企业、家庭以

及近几年来的联邦政府都已成为资金的主要使用者。

〔资料来源〕 《联邦储备图表手册》，1986年，第29页。

（从有盈余的金融投资者角度看）或负债（从有赤字的借款者角度看）的供给和需求。为了理解上述问题的性质，我们必须对各种特定支出的筹资方法作一扼要分析。图6·1表示了主要经济部门所借资金的数量分配情况。

联邦储备系统已经设计了一个资金流量核算帐户体系，以反映资金从盈余部门向赤字部门的流动。详细的核算帐户不仅可以反映赤字单位的筹资来源和盈余单位的资金运用情况，而且还反映了家庭、政府和企业厂商的储蓄和投资情况。同时，这套帐户也反映了由金融机构筹集和供给的资金量。

赤　字　弥　补

出现赤字的支出单位可以运用现金或出售以前有盈余时积累的金融资产来弥补某些特殊月份或年份的赤字。实际上，大量的短期赤字就是用这种办法弥补的，然后，企业厂商可以再借款来补充流动资产。因此，特定种类的借款并非一定要和特定的支出联在一起，但是对于耐用商品和房屋的购买却往往使用专门的筹资形式。购买汽车和其他耐用消费品的很大一部分资金是由银行或消费信贷公司以分期付款形式提供的。消费贷款的还款期限是密切依随售出的耐用商品的不同而变化的，但是，家庭通常一直在支付未清偿债务。几乎所有的住宅购置，至少部分是通过住宅抵押贷款来筹资的。抵押贷款的总额远远大于住宅建设的数量，因为新的住宅抵押贷款不断产生，而当现有的住宅出售时旧的抵押贷款又得到

了偿还。此外，住宅购买者每月支付一定的款项，从而将减少他们的未清偿住宅抵押贷款。由于这两个原因，住宅抵押贷款的净流量大大小于它的总额。住宅抵押贷款的净增长依随住宅建设的数量而增减变动，但二者并不恰好同步。

除了在等待税收时，州和地方政府会有少量的季节性借款外，它们一般不会（或至少不应该）在日常活动中出现赤字。它们的大部分借款直接和特定的建设项目有关。州和地方政府发行债券是为了建造学校、大学宿舍或供水排水系统。由于人口的不断增加和人们对各种公共设施普遍而又强烈的需求，州和地方政府的债务自第二次世界大战以来已迅速增加。

如图６·２所示，也正如人们预料的那样，企业厂商的融资方式比政府或家庭的融资方式更为复杂。除了建造办公楼和商店常常利用抵押贷款来筹资外，企业厂商的资金筹措并不总是限于特定的开支项目。它们利用各种各样的资金来源，而其投资的大部分来源于自身的留存收益。但是，企业厂商也可以通过出售新股票、发行债券、向银行借款成出售商业票据来筹资；而且企业厂商可以在市场的两端活动：它们既借款又贷款。为了应付收入和支出的短期波动，企业厂商要持有大量的活期存款、银行大额存单和国库券。某个企业可以持有另一个企业签发的商业票据，而且大公司可以向小企业提供商业信用，也就是说，它先向小企业发送货物，准许购买这些货物的小企业在比如说 90 天后再支付货款。

在选择不同的资金来源时，公司财务主管必须权衡众多的抵触性因素。在其他条件相等时，他们将希望借款的成本

越低越好；但他们还要合理地安排资金筹措，以减少破产的风险。短期借款的成本往往低于长期借款。不过，对过度依赖短期借款的公司来说，如果市场利率迅速上升或贷款人缺

10亿美元
长期资金
债券
住宅抵押贷款
10亿美元
短期资金
银行贷款
公开市场票据及其他
10亿美元
股票发行

乏资金而决定更严格地限制贷款，或者如果该公司的资信等级下降，就可能会遇到麻烦。因此，大多数企业厂商只是对总资产中的一小部分以短期债务来筹措。而且，它们还要通过限制自己的总负债以减少在经济萧条时的破产风险。即使在破产不成为主要威胁时，也有必要考虑以举债方式筹措资金对公司股票价值产生的影响。因为固定利息费用的增加会扩大公司净收益的可变性，从而要降低股票的价格。

除了借款外，公司还可以通过留存部分盈利或发行新股票来获得股权资本。税法鼓励利润留存，因为股东要对股息收入支付所得税。另一方面，如果公司留存部分盈利并把它再投资于生产来获利，那么，该公司的收益会增加；收益的增加就会反映在股票价格上。然后，股东将获得资本收益，通过持有股票，股东还可以推迟纳税。而且，盈利的留存具有提供股权资金而毋需花费出售新股票成本的优点。另外，不愿意购买新股票的股东可能宁愿以持有更大价值的股票形式来拥有该公司的更多股权。

公司的财务主管喜欢持有大量的流动资产。通过持有流动资产，他们就获得了选择有利借款时机的灵活性，并可避免在需要资金时银行限制扩大贷款的风险。但是，为了持有流动资产，他们不得不事先借款或把那些本来可以投资于获利更多的长期资产的资金作为流动资产来持有。另外，举债所花费的成本通常要比从流动资产上获得的利息收入高得多。

大多数企业厂商试图在各种资金来源中保持平衡，即在留存盈利、出售股票、长期借款和短期借款之间保持平衡。它

们所选择的组合比例反映了营业的风险和不同筹资方式的相对成本。拥有稳定市场的企业厂商要比对商业周期敏感的企业厂商更多地利用举债来筹资。不同筹资方式的相对成本的变化，将会引起使用的资金来源和持有的流动资产数量的改变。

但是，从短期看，大多数企业厂商通过改变手头持有的流动资产和短期债务来调节不断变动的收支平衡。当它们觉得短期债务太多，流动资产太少时，它们就会发行债券或出售股票。因此，它们的长期筹资状况能反映其平均赤字水平，而持有的流动资产和短期债务则反映了它们的短期财务状况的变动。

资本市场：概况

把有盈余的家庭、企业厂商和政府的资金转移到有赤字的家庭、企业厂商和政府去的过程，并非仅仅是资金的筹集和支付。对每笔贷款和每批证券发行，贷款人必须评估借款人的资信等级，还要安排利率和还款条件。而且，既然单个贷款人常常从盈余状况转入赤字状况，或要改变对证券预期价值的看法，因此应当有一套便于现有证券进行交易的设施。这样，通过一系列把借款人和贷款人连在一起的安排，上述过程才能得到完成。

人们可以去参观一下股票交易所，但大部分其他金融市场在形式上并不相同。它们以买卖证券以及把买卖双方带到一起的周密安排的组织形式而存在。每一种交易的市场组织可以反映有关的贷款和证券的特点，以及参与该市场的买主和卖主的数量。证券市场常常分为初级市场（发行新证券）和二级市场（买卖旧证券）；也可以分成公开市场（买卖双方在类似拍卖的市场上竞争）和议价市场（借款人可直接同贷款人谈判条件）。市场还可以分成短期市场和长期市场：短期市场经营银行贷款、国库券和其他短期证券；长期市场经营债券、股票和住宅抵押贷款。在下面一节，我们将考察短期市场的组织和职能，并着重分析不同类型的短期证券市场之间的密切联系。然后，我们将考察长期市场。

图 6.3 年度的短期借款　银行对企业厂商发放的贷款提供了高度可变的资金量。就家庭而言，消费贷款波动较大。

〔资料来源〕《联邦储备图表手册》，1986 年，第 31 页。

短期证券市场

在考察短期市场的组织时，我们要分别讨论短期财政部证券市场、商业票据市场、银行存单市场、联邦资金市场和银行贷款市场。图 6·3 表示由不同种类短期贷款和证券发行所筹集的资金数量。

美国财政部证券二级市场的交易规模比股票交易所的规模要大得多，国库券和其他的短期财政部证券的交易规模一天可达 200 亿美元。已发行的政府证券的购买和出售一般通过政府证券交易商进行，这些证券交易商有的是银行，有的从属于大经纪行。交易商从银行借款来购买和贮存财政部证券，而且，每个交易商随时准备出售或购买政府证券，他们从购买和出售之间的微小价格差额中赚取利润。交易商在国库券交易中的差价是，每 100 万美元的交易小于 500 美元。他们通常只是短期内持有证券，但由于成交量非常之大，他们的平均存货达 50 亿美元以上。

过去 20 年间，政府债券交易商通过回购协议进行的交易量不断增加。交易商可以在短期内（或许 1 周）把证券出售

给某家公司的财务主管，并达成将来按某个价格购回这些证券的协议。这里的价格差额就等于交易商使用该公司资金而支付的利息。实际上，交易商是从公司借款，而把证券交给公司作为抵押品。1985 年有些新的小交易商破产，原因就在于它们把同一证券卖给了不止一个的购买者。

这些情况给有些银行带来了重大损失，结果，国会开始考虑制定法案来管理证券交易商。

商　业　票　据

在美国，商业票据是商业融资的最古老形式之一，其历史可以追溯到 19 世纪 30 年代。被称作商业票据的证券是由著名的公司签发的本票，它不像为取得银行贷款而签发的本票，而是可以买卖的。虽然它是一种古老的融资形式，但直到近几年，它在信用市场上起的作用不大。多数商业票据是由信贷公司发行的。

商业票据以两种方式发行。大的发行者，尤其是受汽车制造商“控制”的信贷公司如通用汽车承兑公司，有专门的推销员直接向银行和各公司出售商业票据；小的发行者则把自己的商业票据出售给交易商，再由交易商转售给银行和其他公司。许多政府证券交易商同时也充当商业票据的交易商。商业票据也有转卖或二级市场交易，参与新商业票据发行的交易商也可以从银行和公司购买“第二手的”商业票据，然后再重新出售给其他购买者。

银　行　存　单

短期证券市场的第三个重要组成部分是可转让存单（CDs）即由商业银行发行的可转让本票的市场。除了要由银行发行之外，存单和商业票据非常相似。商业银行一般不需要交易商或经纪人的帮助而直接出售存单。存单的很大比例由银行出售给自己的客户，但大银行也可以把它出售给投资者。每家银行要逐日制定其发行存单的利率。既然市场是高度竞争的，各银行必须和相竞争的其他银行提出的利率相平衡。如果公司、州和地方政府或银行想在到期日之前转卖存单，可以利用交易商网络进行交易，而这些交易商同时还为国库券和商业票据市场服务。

联邦资金市场也是短期证券市场的重要组成部分。由于银行贷款已在第4章讨论过，我们在这里要说明的只是，银行贷款市场以三种方式与短期证券公开市场相联系：银行通过出售存单和购买联邦资金从公开市场上获得贷款所需资金；银行通过购买短期资产向市场供应资金；以及银行为证券交易商融通资金。

短期市场的作用

短期市场具有3个重要作用。第一，这些市场使企业厂商和政府有可能迅速、廉价地为弥补短期赤字而筹集资金，或者把短期盈余用于投资；第二，短期市场使银行体系相互连

为一体，这样，单个银行的存款实际上成为全国信贷市场资金来源的一部分；第三，对企业厂商、政府和家庭的周期性和季节性盈余赤字变化的调节主要也是通过短期市场进行的。

每天，成千上万的企业厂商发现自己的收入超过支出，而另一些企业厂商则发现自己的支出超过收入。当然，企业厂商有暂时盈余时可以增加在银行的存款；在它们的支出大于收入时可以提取存款。但是，由于活期存款得不到直接以货币支付的利息，公司财务主管宁愿把暂时盈余投资于有息的证券，这种证券在企业需要现金时可以转售。为做到这点，他们需要既安全，又能以较低的成本出售的证券，而国库券、商业票据和银行可转让存单都能较好地满足这些要求。实际上，通过在二级市场上对这些证券的交易，企业厂商就可以调剂各自的盈余和赤字，而不需要求助于银行系统或者向社会公众出售证券。州和地方政府也参与这种盈余和赤字的调剂，因为税收具有季节性，许多政府部门在收税后的一段时间有盈余资金，它们就把多余的资金投资于国库券和其他短期证券；随后，当预算出现季节性赤字时，再售出这些短期证券。公司、州和地方政府还通过购买其他公司或其他州和地方政府发行的证券来相互融通资金。

公司、州和地方政府也可利用商业银行体系作为中介，间接地相互融通资金。企业厂商常常从银行借款来弥补暂时的赤字，银行转而向其他公司出售存单来获得资金。这种效果犹如一个公司向另一个公司放款，但是这两个公司并不需要有任何的直接接触。“贷款公司”购买存单所得到的利率低于

银行贷款所获得的利率。实际上，贷款公司向银行支付了用于评估借款公司资信和管理贷款的专门服务的费用。

上述过程可以平衡各个公司、州和地方政府的大部分短期盈余和赤字。不过，公司常常会出现净赤字，必须从家庭方面借入资金。一些富裕的家庭可以直接购买商业票据，或是购买地方政府的短期债券；但是，大部分企业厂商和政府的短期净融资是从银行系统获得的，尽管在某种意义上，家庭可能是这些资金的最终供给者。公司通常向有着良好关系的银行借款，州和地方政府往往也要从当地银行借入短期资金。

短期信贷市场汇集各家银行的资金，以便存款增长相对大于贷款需求的银行可以向处于相反状况的银行提供资金。这一调节可以采取几种不同的方式进行。当银行面临特别大的贷款需求时，它们可以出售早先在有剩余资金时购买的国库券或商业票据。这些证券可能由存款增长大于贷款需求的银行购买。如果这些证券是由某些家庭或公司购买，买主将从各自的开户银行签发一张支票来支付，这样，资金就以间接方式在银行之间转移。有着较大贷款需求的大银行将发行存单，它们可能被那些暂时有多余资金的小银行所购买。为了服务于它们的大客户，银行可能会安排其他银行"参与"或分摊数额巨大的贷款。最后，有多余资金的银行可能向需要资金的银行出售联邦资金。短期资产的这种相互交换创造出全国性的后备资金，因此，一家银行的客户能够很容易地得到分布在全国各个不同地区的其他银行的存款人供给的资金，在商业周期处于高涨时，企业厂商需要大量的贷款，大

城市的银行将面临着最大的贷款需求，从而必须向存款增长快于贷款需求的郊区银行调入资金。

作为商业银行的资金供给者，家庭显然在短期市场上起着重要作用。当它们作为借款人时，并不直接参与短期证券公开市场；但是，它们确实通过从银行或信贷公司借入资金，间接地从短期市场获得资金。家庭从银行和信贷公司获得大量的分期付款信贷，它们对银行信贷的需求显然和其他方面对银行信贷的需求不相上下。此外，信贷公司通过向银行借款或发行自己的商业票据来获得所需要的大部分资金。通过银行和消费信贷公司的媒介，家庭成为短期资金的重要竞争者，它们不仅通过银行，而且也通过货币市场基金供给资金。

联邦政府也是短期证券市场的重要参与者。财政部通过出售增发的国库券和其他有关的短期证券来弥补自己的大部分赤字；此外，联邦金融机构，如联邦住宅贷款银行和联邦国民抵押贷款协会（FNMA），也通过发行短期证券为它们的大部分活动提供资金。

平衡周期性波动

如前所述，在支出超过收入时，企业厂商通过增加银行借款和减少流动资产积累来弥补周期性变化引起的赤字；当出现相反的情况时，它们就减少借款和购入流动资产。联邦政府也通过改变短期债务的数额来调节赤字规模的变化。有时，上述变动会相互抵消：政府赤字可能增加，而企业厂商的赤字却减少。因此，企业厂商将购买国库券和减少向银行借款，而财政部则向企业厂商和银行出售证券。在其他时候，

企业厂商可能出现严重赤字，而财政赤字却不大。不过还有些时候，企业和政府都面临大量赤字，而家庭却偶尔出现大量盈余。家庭的大部分盈余会在商业银行存款帐户上反映出来，这些存款被用来发放工商业贷款或购买财政部证券。

不同经济部门的盈余和赤字的波动，可以在一定的期间内，通过短期证券市场达到平衡。不过，对短期信贷有时会出现过度需求，这会对长期抵押贷款市场和债券市场产生重大影响。我们将在关于期限结构的章节里讨论长期市场和短期市场的相互作用；不过，我们首先要更详细地讨论短期市场的运行，以便了解不同的分支市场是怎样连在一起的。

短期利率联结器

各种不同类型的短期信贷市场是紧密相联的。这些市场的利率将一起波动，因为每一类市场的参与者可以选择多种方式来筹集或供应资金，而且可以根据利率变动来改变自己的资产组合和负债结构。当公司财务主管需要资金来弥补短期支出超过收入时，就可以在出售所持有的流动资产（商业票据、银行存单和国库券）、发行新的商业票据或者向银行借款之间加以选择。

在进行这种选择时，必须考虑从不同资金来源筹集资金的利率以及其他成本的差异。当公司财务主管面临短期的收入过剩时，他们可以购置商业票据、银行存单或国库券，或者停止对银行贷款及已到期的商业票据的展期。

如果任何一种短期信贷的利率相对于其他短期利率而趋于上升，一些财务主管就会改变他们调节短期现金流量的方

式。相对于商业票据利率来说，国库券利率的提高会引起一些财务主管出售商业票据而不是国库券；同时，那些拥有剩余资金的财务主管将购进国库券而不是商业票据。这样，对国库券的需求量会增加，供给量减少；与此相反，商业票据需求量要减少，供给量会增加。这些调节有助于使各种不同的短期信贷的利率联接起来。当然，银行在这些市场调节中起主要作用，因为它们要和所有形式的短期信贷打交道，并且要同时作为借款人和贷款人。小银行将根据利率变动，在国库券、商业票据、大银行的存单和对大银行的隔夜联邦资金贷款之间转换所持有的流动资产；大银行则根据筹集短期资金的成本来制定工商业贷款的利率。并理所当然地试图从最便宜的市场获得资金。

对银行和企业来说，既然不同类型的短期信贷是非常近似的替代物，那么，有关的利率将一起波动也就不足为怪了。利率的这种变动如图６·４和图６·５所示。

确实，短期利率结构差别如此之大似乎相当令人吃惊。国库券、商业票据和银行存单显然是非常类似的证券：它们都是短期内流通，能在到期前出售，且应由资信等级较高的借款人发行。但是，从购买者的观点看，这些证券存在着两方面的区别：它们的风险性，或更确切地说，避免风险的困难程度；它们的可销售性及重新出售的成本和速度。

由于国库券随时可以出售并具有更大的安全性，它的利率常常略低于其他的短期证券利率。由于已发行的国库券数量庞大以及广泛地被人们所接受，因此它拥有一个活跃且不间断的市场。交易商可以一接到通知就按较低费用购进或售

图 6.4　短期利率：企业厂商的借款　　短期利率是密切相关地一起变动。

〔资料来源〕《联邦储备图表手册》，1986 年，第 72 页。

图 6.5 短期利率：货币市场贴现率，有效变化日期，以及其他数据（季度平均数） 联邦资金利率比国库券利率更为易变。贴现率变化迟缓。

〔资料来源〕《联邦储备图表手册》，1986 年，第 72 页。

出数额达 5000 万美元的国库券；其他短期证券也可以在次级市场上出售，但可能要花费更长时间和更多的费用。

当然，国库券被认为是完全没有风险的，而即使是由最大和最著名公司发行的商业票据或是由最大的银行发行的银行存单，也至少总有一点不能偿还的风险。有些银行和公司购买商业票据或银行存单以赚取高于国库券利率的微小差价；其他银行和公司则不愿意冒风险，它们宁愿购买国库券，除非利率差价较大。

财政部证券和其他证券之间的收益差别可能由于两个原因而改变。其一，对风险的关心程度发生变化。例如，当宾州中央运输公司破产后，许多商业票据的购买者对风险变得更为关心，相对于国库券利率来说，商业票据的利率就提高了。其二，持有流动资产的分布状况不同，因此在有些时候，购买较小风险资产的人的相对比重增大，从而扩大了国库券和短期证券之间的利率差价。例如，有时其他国家大量购买美元，以便使美元相对本国货币的比价不下跌。这时，它们倾向于用这些美元去购买国库券，而不是购买银行存单或商业票据。相对于其他短期利率而言，有时就会降低国库券的利率（如在 1978 年和 1979 年）。因此，从表面上可以大致地说，各种短期信贷都能够被视作几乎相同的替代物，它们的利率是随着信贷条件的主要波动而一起变化的；但是，如果从每天或每周的情况来看，影响不同的短期信贷市场的特殊因素可能引起有关证券的利率差价出现明显的区别。

长 期 市 场

长期资本市场通过抵押贷款市场为住宅购买者和商业性建筑融通资金，通过市政债券市场为建设学校、医院和其他公用设施提供资金。需要长期融资的公司，还可以求助于公司股票和债券市场。外国公司和政府也要在美国的长期资本市场上出售大量债券。最后，美国财政部和各种联邦信贷机构要出售长期债券，它们的证券被广泛地持有，且交易也十分活跃。图6·6表示了在资本市场上筹集的长期资金数量。

图6．6 长期借款 抵押借款在长期资金市场上占支配地位。

〔资料来源〕《联邦储备图表手册》，1986年

在长期市场发行和交易的各种证券远不如短期证券之间那样相似，它们的发行和流通市场反映了长期证券之间的差别。

债　券　市　场

投资银行专门经营长期公司债券、市政债券、外国债券以及普通股票的发行。如果一家公司计划出售证券，可以和投资银行协商，由其包销。投资银行将按照商定的价格购买应发行的全部债券。然后，它再把这些证券逐渐转售给人寿保险公司和养老金基金（外国债券和公司债券）；或者转售给银行、海运保险、火灾和意外保险公司以及富有的个人（市政债券）。如果发行的证券数目较大，投资财务公司可以组成一个称为辛迪加的特别集团，与其他投资银行及证券经纪商共同分担风险；这种辛迪加试图使销售价格略高于承购价格。如果它们对市场预测正确，就会很快售完发行的债券并获得利润；如果它们对市场判断失误，则可能不得不蚀本出售部分债券。

为了保护投资者，证券交易委员会（SEC）要求公司在销售大批债券时，必须提供充足的资料。提供这些资料以及遵循规定的各种政府法规的花费是昂贵的。有些公司则把计划要发行的全部债券按商议的价格，直接出售给保险公司或养老金基金，这种销售方式称为私下安排。采用这种办法，销售者可以避免支付包销者的利润和证券交易委员会规定公开发行要支付的注册费用。

法律要求州和地方政府以及公用事业的债券发行一般应采取公开招标的方式，投资银行和证券经纪商对发行这些债

券的竞争是非常激烈的，有些时候，报出的利率差价仅仅在小数点第4位上。当然，公开招标和私下安排是互相排斥的。

公司债券和市政债券的二级市场较有限，大多数债券是持至到期日。在纽约股票交易所可以进行一些旧债券的交易；金融机构有时则私下交易债券。市政债券可以通过经纪商转卖，但由于已发行流通的小批债券太多，因此，它们的市场组织较为落后。

股 票 市 场

在债券市场上，新债券的发行量要大于二级市场的交易量；但普通股票市场的情况正好相反。股票交易所的每天成交量可超过50亿美元，而新发行普通股票的数量每年只有几十亿美元。事实上，在有些年份，赎回股票的价值（由发行公司购回自己的股票时）已超过新发行股票的价值。但股票市场的重要性不能由通过股票发行筹集资金的规模大小来判断；虽然大多数公司从利润留存中获得股本，但对一些正在迅速发展的公司来说，筹集股本的机会可能是至关重要的。如果没有出售股票的机会，它们只好把股票出售给一些较大的公司。因此，为了独立性生存，正在发展中的公司强调竞争过程。

而且，股票市场可以评价经营管理成果，促进效率和革新。当一个公司的管理部门未能充分利用可获得的有利时机，该公司的股票价格就要处于一种促使其他公司来兼并购买的水平。

最后，股票市场可以间接地提供资本。股东们愿意放弃

股息，使公司能够留成经营所获收益和进行再投资。股东们希望，成功的留存收益再投资会带来更高的赢利，增加今后的股息收入，最终将产生较高的股票价格。他们之所以放弃股息，是为了要获得资本收益。一个活跃的股票市场能够使投资者通过出售部分股票，随时实现自己的资本收益。如果不是由于股票市场允许投资者出售自己的股票，许多人就不会愿意持有像现在这样多的股票。

新股票的发行和债券的发行一样，通常也是通过包销商出售的；已发行股票的流通转让（二级交易）则通过纽约股票交易所、美国股票交易所和一些区域性交易所进行；未注册小公司的股票通过经纪人，在所谓的场外交易市场（OTC）进行。

住宅抵押贷款市场

从许多方面看，住宅抵押贷款市场在所有信贷市场中是最为复杂的也是最大的长期信贷市场。在多数年份，抵押债务的年净增长额超过1000亿美元，而抵押信贷的总流量则更大，有时高达2000亿美元。单个家庭住宅抵押贷款市场几乎是一个必不可少的零售市场，千百万户家庭通过这一市场和几千家商业银行、互助储蓄银行、储蓄贷款协会以及其他贷款者安排抵押贷款。尽管抵押贷款的合同已经非常标准化，但贷款人仍需分别对每项财产进行估价，以确信其价值大于抵押贷款的数额；既然取消抵押品赎回权的手续费用昂贵，贷款人就要了解借款人的财务状况，以便保证借款人有能力支付预定的款项。

为购买现存住宅筹资的大部分抵押贷款是由地方金融机构提供的，它们包括商业银行、互助储蓄银行和储蓄贷款协会。这些机构也为自建住宅的家庭或小建筑公司融通资金。大规模的开发建设和公寓建筑的抵押贷款可以从更广泛的来源获得。保险公司就对一些大型公寓工程提供抵押贷款；在西部和南部地区，抵押贷款“银行”还充当外地金融机构和当地开发建设部门及公寓建筑商的中介人。这些并不是真正的银行的公司根据贷款人规定的财产要求来安排抵押贷款、收取还款和完成所有法律事项，从而收取一定的手续费。它们的活动有助于促使全国性抵押贷款市场的形成。

储蓄贷款协会、互助储蓄银行、商业银行、在一定程度上还有保险公司，为住宅融资提供了大部分资金。然而，联邦住宅贷款银行理事会（FHLBB）和联邦国民抵押贷款协会（FNMA）同样在抵押贷款市场上起着重要的作用。联邦住宅贷款银行理事会在全国性的证券市场上出售债券，然后贷款给储蓄贷款协会，由后者再转贷给当地的抵押贷款借款人；联邦国民抵押贷款协会原先是一个政府机构，现在已成为一家私营公司。它也在全国性市场上出售它的证券，然后向金融机构购买抵押贷款。

另一个联邦机构——政府国民抵押贷款协会（GNMA），担保由联邦政府承保的抵押证券。这些证券具有优先抵押权，由储蓄机构发行，然后再出售给养老金基金、保险公司和个人投资者。

这些机构提供了不依赖于银行和储蓄机构的存款流量的抵押贷款资金来源，因此，尽管抵押贷款市场带有地方特点，

资金仍可以从本国任何一个地区流向其他地区。经过许多年的发展，一个统一的全国性抵押贷款市场已经形成。

长期市场中的估价

长期资本市场和短期资本市场之间的一个重要区别在于涉及的风险不同。购买短期证券的投资者要考虑借款人的资信状况。如果借款人具有偿付能力，贷款人将在几个月后得到一笔固定的偿付。长期放款人也要考虑资信风险。实际上他们对此更关心，因为在到期还款前的一段较长时间内，借款人的财务状况很有可能发生变化。但是，长期贷款人还有另外一种风险。由于种种原因，长期投资者可能要在到期之前出售债券。这时，即使借款人的资信状况仍良好，如果债券发行以来的利率上升，那么债券价格在到期前可能下跌。

债券的估价

例如，一张 1998 年到期、年息 3.5%、面值 1000 美元的财政部长期债券，在 1983 年卖 851 美元。这里的价格下跌不是由于财政部的资信状况下降,而是由于利率的普遍提高。在 1983 年，到期价值为 1000 美元的新发行长期债券，可以按年息 10.5%的 1000 美元面值购进。当人们能够在 20 年期间内获得年利息收入 105 美元并到期偿还本金的债券时，是

不会花费1000美元去购买年利息只有35美元、且在同样时期后偿还本金的债券。显然，已发行的较低利息收入的债券要按低于1000美元的价格出售；为了确定这一价格应当低多少，我们将用现值分析法来估价未来支付的契约。

我们先作下述假定：未来支付1美元的承诺（即使有担保）总是不值现在的1美元，原因在于现有的货币能够用于投资而生利。如果我们现在投资1美元，利率7%，那么1年后我们将得到1.07美元；相反，如果我们想1年后得到1美元。那么，可以在现时投资1/1.07美元或0.934美元，1年后就可得1美元。如果你承诺1年后偿还1美元，那么，对于这一承诺，我们现在只能借给你93美分，即使我们绝对相信你的诚实和还款能力。＄1/1.07＝0.934称作1年后的1美元按7%贴现率计算的现值。那么，1美元在2年之后支付的情况又怎样呢？＄1的投资第1年可得＄1.07，全部的＄1.07可以在第2年再以年利率7%投资，则在第2年末，本金和利息将达＄1.07×1.07或等于＄1.145。如果2年后需要1美元，则现在只需投资＄1/1.145或＄0.873，这就是2年后的1美元按贴现率7%计算的现值。

按照同样步骤，20年后的1美元按7%年贴现率计算的现值等于＄1.00除以1.0720^{20}或等于＄0.258。[①]一般地说，按某一贴现率经过一定年份的1美元的现值等于＄1.00/$[(1+r)^n]$；这里，r指利率，n指年数。应当看到，20年后的1美元的现值将变得非常小，这是由于公式中分母反映了

① 原书误为＄2.58——译者注。

复利，并随着时间的增加而迅速增大。在图6·7中，按7%贴现率描出的曲线表明了随着贴现年份的增加而现值下降的情况。当然，现值下降的速度也取决于所使用的利率。以5%利率计算的现值公式中分母数字总是小于（现值大于）以7%利率计算的结果，图6·7中按利率5%标出的曲线显示了这一差异。

为了估价某一债券，我们需要分别计算不同利息支付的

图6.7 1美元的现值　　即使在一般的利率水平下（如5%或7%）n年后的1美元现值随着n的增加而急剧下降

现值和最终偿还本金的现值，然后把它们加起来。由于远期到期的支付现值对利率的变化要比近期到期的支付现值更为敏感，相应于利率的变化，长期债券的价格会比短期债券的价格波动得更加厉害。

普通股票的估价

债券估价或多或少是建立在未来偿付利息和本金的有保证的承诺上；在另一方面，股权投资人却常常对股息不太关心，他们对将来股票价格的变化似乎要比对现时股息的变化更感兴趣。日复一日的市场运转是难以理解的；评论家总可以解释昨天发生了什么，但对明天的预测却不准确。只有 J．P．摩根在许多年前曾对股票市场的行为做了唯一真正准确的预言。当被问到市场将会怎样变化时，摩根答道，“它将波动。”然而，股票价格的计价基础和债券价格一样；一张股票的价值取决于现在或未来的股东希望获得的支付金额的现值。

许多人购买的是从未支付过股息的股票。发展中的小公司可以把全部盈利用于再投资。投资者期望盈利将不断增加，公司最终会开始支付股息。其他公司虽有亏损，但有希望在新的管理方法下或采用一条新的生产线而获得“翻身”。还有些公司则费力地挣扎，勉强生存了数年，它们的股票价值可以用萨缪尔·约翰逊对第二次婚姻的描述来解释：“希望凭借经验而成功。”但在大多数情形下，股票是有价值的，因为总有充分的理由使人们相信公司在未来会支付股息。如果每一个人都认为不会再有任何股息支付时，股票就会变得毫无价值。

所谓的股票投资价值，是指预期的未来股息的现值。不妨想象一家预期在无限期间内支付固定股息的公司，在这种情形下，股票将按照与永久性债券一样的方式进行估价。永久性债券“永远”支付利息，但不偿还本金。1美元永久性资

产按5%贴现率计算的价值为20美元，因为要花20美元投资才能每年生利1美元。就股票来说，期望的贴现率将相当高，因为未来的股息收入是不能确定的。

在经济发展时期，稳定的股息支付是不常见的现象。一般的公司通常希望逐渐通过部分利润的再投资来扩展和增加盈利。例如，假设某公司现在的每股税后收益为2美元，且支付1美元的股息。该公司把另外1美元用于再投资；并期望用于再投资的利润能够获得10%的税后收益。利润将以每年5%的速度增长，而如果该公司总是支付盈利的一半，那么，股息也会以每年5%的速度递增。现在，我们要计算盈利的增长流量。为此，像债券的估价一样，我们可应用现值法。这里，未来连续几年的股息流量分别是＄1．50，＄1．052，等等，把这一股息流量以年率r%加以贴现，我们就有：

$$现值=\frac{1.05}{1+r}+\frac{1.05}{1+r}+\cdots\cdots$$

这个公式和现值=1/（r-0．05）是相同的。例如，假定r为10%，则现值为1/（0．1—0．5），或者20乘以股息，或者10乘以盈利。价格收益率同预期增长率成正比，同未来盈利的贴现率成反比。

如果某些公司在一个时期异乎寻常地迅速增长，然后降至较正常的增长率，那么情形将更为复杂。具有两种增长阶段的现值可以从表格上查到。它们表明，预期的10年左右异常高的收益增长将使股票价格对现时收益的比率也非常高，这就是“发展股票”具有很高的价格—收益比率的原因。

投资价值理论是非常符合逻辑的，但它的应用却要依赖

于有关未来的许多假定。为了计算投资价值，我们要假定一个未来的收益流量，并采用一个贴现率。任何一个学习股票市场课程的学生都知道，下一年度的收益是难以预测的，更不用说几年后的收益增长过程。股票的价格可能由于那些导致对预期收益重新估价的信息而发生突然性上升或下降。而且，贴现的因素也可能变化，它们会受到竞争性的长期债券收益的影响；但是，它们更可能受到对经济或某个特定公司的前景有无信心及信心变化的影响。

整个股票市场对股票价值新信息的反应是很迅速的，而许多投资者却消息不灵或动作迟钝。但是，对股票价格变动的研究表明，活跃的、消息灵通的投资者能促使价格反映出关于股票价值的任何可获得信息。人们可能认为，如果某种股票的价格在一段时间内一直上升，那么，它可能会继续上升，因此可以大量买进。但事实并非如此。由于投资者已经把价格哄抬到如此高的水平，以至股票价格从现在起就会像当时上升那样转为可能下跌。除非掌握了别人尚不知道的信息或是碰上运气，否则不可能“击败市场”。

通货膨胀和普通股票价格

过去常常把持有普通股票看作是防止通货膨胀损失的较好的保值办法。价格、工资和其他费用的全面上涨会使货币收益对应于价格而成比例地增加，但收益的实际价值和股票价格则不变。实际上，当通货膨胀突然来临时，持有大量未清偿长期债务的公司会获利，因为支付利息前的收益会随价格成比例地上升，而约定支付的利息仍然不变，这样，相对

于价格来说，利息支付后的收益会增加。

股票价格对于完全可预期、但尚未实现的通货膨胀的反应取决于相随而来的利率变动。预期的通货膨胀将提高名义收益的预计增长量，但它也会提高利率。如果利率上升到恰好与预期价格增长相一致，那么，现值计算公式中分子的增加就会被分母的增大所抵消。在一般意义上，我们确实希望利率随着预期通货膨胀一起上升，但是利率的变化并不需要恰好等于预期的价格上涨率的变化。事实上，现在大家几乎都已知道，就对付通货膨胀而言，普通股票在近 10 年里已经变为蹩脚的保值工具。在 1966—1982 年间，股票价格以每年平均约 3%的比率上升，而消费价格指数的增长率却是 6.2%。公司的税后收益已跟不上价格的上涨速度。税收制度亦对企业厂商不利：在计算利润时，许多公司对来源于存货的原料成本按它们原先购买时的价格计价，而不是以重置成本计价 ;这些公司只不过因原材料的价值上升而赚得帐面盈利。但是，这些利润是不真实的，因为来自存货的原料要以更高的价格重新购置。然而，企业厂商却不得不为这些帐面盈利支付税收。同样，固定资产折旧是按照原始成本而不是重置成本计算；税法不允许企业厂商从它们的应纳税收入中扣除一个足够的实际折旧额,从而它们的应纳税收入是高估的。企业厂商不得不交纳更多的税收，这就减少了股东可获得的税后利润。此外，在通货膨胀期间，股票市场上的盈利估价还会受到不利的影响，因为投资者担心反通货膨胀的努力会导致经济衰退或物价管制。

长期资本市场上的专业化和竞争

各种长期债务市场是相互联在一起的，但是，不同的长期债务之间并不像短期证券那样是非常相似的替代物。每一种长期证券都有自己的特点，使它能够比其他的证券对某些投资者更有吸引力。大多数的市政债券的利息收入可以免纳联邦所得税。即使它们的收益率明显地低于应纳税的公司债券，个人和完全纳税的公司（包括银行）仍会进行购买。但是，税收优惠对保险公司、互助储蓄银行和储蓄贷款协会并不太重要，因为它们毋需支付一般的公司所得税率。

对大多数投资者来说，抵押贷款的吸引力要小于公司债券，因为取得和办理抵押贷款所花费的成本较大，用于收回还款和保证支付税收及保险费用的每１美元投资的费用也比购买公司债券的管理费用高得多。此外，贷款人如果没有掌握关于当地不动产市场的相当专业知识，将不可能安全地进行投资。上述不利因素对某些投资者来说，尤其值得考虑。如储蓄贷款协会不得不投资于抵押贷款，因为它们的投资方向受到限制。储蓄贷款协会、互助储蓄银行和具有郊区分支机构的商业银行，还能以比其他投资者更为低廉的费用获得和保留关于住宅市场的信息。此外，这些存款机构都希望通过向当地客户提供抵押贷款来获得存款。

参与股票市场的机构是有限的。养老金基金和海运、火灾及意外保险公司共拥有 15%的普通股票。但是，大多数股票由个人或者直接持有，或者通过互助基金会或银行信托部门而持有。如前所述，公司债券则主要由人寿保险公司和互助储蓄银行所持有。

由于每一类贷款人专门经营一定范围的证券，长期市场似乎被分割成许多独立的组成部分。对各种不同贷款人的资金供给遵循一个与提供各种不同证券方面的变动无关的模式。如果各个长期市场是完全相互独立的，那么，每一种证券的供给和需求就不得不在该市场的各个部分分别平衡，各个市场的利率也有可能相互独立地运动。

然而，证券市场的各部分事实上并不是互不渗透的，大多数贷款人不止参与一个市场，他们对不同证券的选择有助于直接把各个市场联接起来。例如，保险公司就同时参与商业抵押贷款市场和公司债券市场的经营。公司债券供给的增加首先会推动公司债券的收益上升，这将促使保险公司购买更多的公司债券和较少的商业抵押贷款。然后，商业抵押贷款的利率将会上升，以致它们能赶上公司债券收益。这样相互竞争的有价证券具有好几对：储蓄银行的公司债券与住宅抵押贷款、商业银行的抵押贷款与市政公债、养老金基金及承兑基金会的普通股票与公司债券以及富裕个人的普通股票与市政公债。

此外，所有市场都和长期政府证券市场相联接，几乎所有的投资机构都持有大量的长期政府证券。任何一种资产的收益增加都会引起专门从事该资产的贷款人出售政府证券，并买进该种资产；其结果造成政府证券收益的上升，转而又会引起从事其他资产的贷款人试图出售其他资产，以便购进

政府证券。这个变动又会提高其他资产的收益，结果是全部投资资产的收益将一起向上移动。

尽管金融机构已经专业化经营，长期证券市场已表面性分化，但债券市场似乎在合理地运行。不同种证券的收益确实是一致变动的（见图6·8），收益的差别似乎完全反映了税收、风险和按相当合理的方式购置与办理各种证券的费用方面的差别。这反映了一个事实，即只要处在边际上的足够数量的参与者能够根据利率变化，很快地从一个市场转到另一个市场，那么，各种市场就能够联结在一起。如同经济学中经常可见的那样，这种行动是边际性的。

不过，长期市场之间的联系不像短期市场那样紧密。市政债券和公司债券之同的收益差额相当大，因为商业银行对市政债券的需求变化很大。当对银行贷款需求的增长快于存款增长时，商业银行经常会急剧减少对市政债券的购买，以致更多的债券必须出售给个人;相对于其他资产的收益来说，市政债券的收益将不得不迅速提高。当商业银行的存款迅速增长时，它们又转回市政债券市场，相对于其他资产，

图 6.8 长期债券收益 一般地说，长期债券的收益是一起变动的，它们的相对水平取决于风险程度和税收待遇。
〔资料来源〕《联邦储备图表手册》，1982 年，第 97 页。

州和地方政府债券的收益要下降。竞争性投资者的不同税收待遇，最终会导致市政债券相对收益的变动。

必须指出，两个有问题的地方，即市政债券市场和抵押贷款市场，正是长期市场受短期市场活动影响之环节。因为，对短期银行贷款需求的变动会导致银行对市政债券需求的变动；短期利率的变动主要导致流向储蓄机构资金流量的变动以及对抵押贷款需求的改变，这些都是很明显的情况。但是，在短期利率和长期利率的运动之间还有着更普遍的其他联系。这个相当复杂而又有争论的问题将在下一节讨论。

期 限 结 构

我们已经知道，虽然各种不同的短期资产在收益率差价上有些区别，但不同种类的短期证券的收益是一起波动的。我们还知道，不同种类的长期证券的利率之间也有类似的运动模式，但各种不同利率之间有着更大的差价。在上述两种情形下，利率被联结在一起，因为证券购买者将根据相对收益的变化，用一种证券替代另一种证券；如果某种资金来源比

其他资金来源更为便宜，那么证券出售者也会改变他们的融

图6.9 长期利率和短期利率 早率比长期利率更为易变，注意：高等公司债券利率是指莫迪氏评级Aaa的债券的利率 〔资料来源〕《总统经济报告》，1986年，第332页。

资方式，短期证券收益和长期证券收益之间的关系也是如此。图6·9列示了短期政府证券利率[①] 和长期公司债券利率的变动情况。如果仔细地看看，就会注意到这两种利率通常是在同时上升和下降。它们表明了正常的趋势，但是短期利率的升降幅度要大于长期利率。短期利率通常都低于长期利率，但在有些时候，短期利率的上升偶尔也会高于长期利率。

图6·9表示两种证券——3个月期的国库券和20年期的公司债券——的利率。在任何时候，都可获得不同到期日的证券，期限从1天到30年或更长时间不等。图6·10表示

① 原文为短期商业票据利率——译者注。

财政部证券的实际收益，竖轴代表收益，横轴则表示到期年份。上升型收益曲线是经济处于衰退时期的特点，因为投资者认为短期收益太低。在本书下文，我们会看到，当投资者

图 6．10　1985 年 6 月 28 日财政部证券的收益情况

〔资料来源〕《联邦储备图表手册》，1986 年，第 2 页。

认为收益太高时，收益曲线会向下倾斜。收益曲线的变化反映金融市场上投资者的投资决策,也反映证券发行者的决策。

虽然有些投资者如保险公司倾向于专门经营较长期的证券，但它们并不局限于任何僵硬的投资模式。保险公司也可以把收自保险费和到期债券还款的资金,投资于短期证券,只要这些证券的收益非常有吸引力。如果较长期证券的收益比短期资产的收益更为可观的话，则银行投资也可能转向较长期证券。在这方面，长期证券和短期证券犹如相同到期日的不同种类证券那样，相互联结在一起。

与同时到期的相互竞争的证券相比，这种联结要复杂得多。它涉及两类因素：第一，像投资者专门经营某种证券的

情形一样，长期证券和短期证券的相对收益可能受到未清偿证券的相对数量的影响，以及受到资金来源在专门经营长期证券的机构和专门经营短期证券的机构之间分配状况的影响。但是对这一类因素的重要性仍有些争论。

第二，收益曲线明显地受到对未来利率预期的影响。购买者对国库券和商业票据两者的选择只是对具有相同时间长度的两种投资的选择；而购买者对债券和１年期国库券之间的选择，则是对１年期投资和20年期投资所作的选择。为了比较两者，他们必须预测国库券到期时的未来利率水平。这一比较在很大程度上取决于投资者对未来的预期。因而，收益曲线将受投资者对未来利率运动作出预期的方式的影响。

有些经济学家认为，在决定收益曲线的过程中，只有预期因素是重要的。我们将在下一节说明，当市场上只有“长期投资者”而且他们想把债券持至到期日时，收入曲线是如何决定的。然后，我们将说明这种同样的方法是如何适用于那些想在到期日之前出售债券的投资者的。在这两种情形下，我们都假定对未来的预期是已知的，接着，我们要简短地考察一下投资者如何形成关于未来利率运动的预期，最后，我们还要考察未清偿债券的到期日分布情况和不同金融机构的资金来源将如何影响收益曲线。

长期投资者

预期对确定收益曲线形状的重要性可通过一个简单的例子来说明。例如，一个有２年期闲置资金的投资者，现在可以购买１年期的债券，1年后用这笔资金（包括利息收入）再

去购买1年期债券；或者，他们现在就可以购买2年期的债券。

为了做出明智的选择，他们要了解三方面的情况：即现时的2年期债券的收益，现时的1年期债券收益以及1年后的1年期债券的收益。前两个数据可以在报纸上找到，但第三个数据涉及到预测,而这个预测又可能是决策的关键因素。例如，假定1年期债券现时收益4%，但我们的投资考认为，短期利率明年会升到6%;在这种情况下,前后连续的1年期1美元债券的投资，会在2年后得到＄1.04×＄1.06（现在投资1美元，利率4%，1年后得＄1.04；第二年投资＄1.04，利率6%，可得1.04×1.06的美元）。那么，要有怎样的收益才能使单个的2年期投资具有同样的吸引力？如果2年期债券的收益是每年r%,那么,投资者在第二年末会获得$(1+r)^2$，美元。所以，$(1+r)^2$必须等于＄（1.04）（1.06），它说明r=5%是较合适的。如果我们考虑1张3年期债券与3张连续1年期的债券，或者1张20年期的债券与20张连续1年期的债券，那么，上述结论仍然适用。

下面的例子将说明收益曲线是怎样与未来利率的预期模式相联系的。假定经济正处于衰退时期,1年期证券现时利率是4%,但投资者预计随着经济的强劲恢复,利率会上升;他们预期1年期证券利率在1年后会升到5%，第2年后会继续升到6%，第3年后升到7%，达到繁荣的顶峰。后来，虽然他们的预测没有实现,但投资者认为经济繁荣会渐趋衰落,以后1年期证券的利率会在5%和7%之间波动,平均收益率达6%。因此，1年期证券的收益率将是4%，2年期证券的

收益率为 4.5%，随着到期期限的增加，收益会逐渐升到 6%。

持有期收益

上面所述的预期理论假定投资者愿意投资相当长的时间。如果他们购买长期证券，他们计划把它们持至到期日；如果他们购买短期证券，则打算不断保持对短期证券的再投资。有些投资者，如保险公司，确实打算持有所购买的证券；但其他一些投资者可能考虑购买长期证券，即使只想把它们持有 1 年。或者，他们想购买长期证券并持有 1 年，然后再考虑是否出售或继续持有这些证券。这些投资者对长期的平均收益并不直接感兴趣，他们关注于比较 1 年期证券的收益和长期证券持有一段时期比如说 1 年的收益。

如果证券价格不变，1 年期投资的持有期收益正好等于全年利息支付除以价格。一张年息 $ 6、售价 $ 100 的债券被认为有 6%的“息票”收益，因为在该债券上附有 1 套规定日期的息票，每张息票可以换回 $ 6 的现款。

1 年持有期的收益会超过或少于息票收益，其幅度取决于年内价格变动的百分比。例如，如果息票收益 6%的债券在年初以 $ 95 买进，年末卖 $ 97，那么，持有期收益将是 6.32% 加上 2/95，即等于 8.42%；如果它以 93 美元卖出，则持有期收益将是 6.32%减去 2/95，即等于 4.22%。

任何购买到期日在 1 年以上债券的投资者，都要使第 1 年的持有期收益至少要等于 1 年期债券的收益；这一要求和下述规定密切相关，即长期债券收益应取决于未来年份的预期短期收益。现在我们再回到第一个例子，即对单一的 2 年

期债券或连续两次的1年期债券投资的选择。这里，我们假定期初的1年利率为4%，预计第2年利率6%；2年期债券的相应平均收益大约是5%。假定2年期债券以＄100发行，每年支付息票＄5，那么，它在1年后的价格为多少?第2年，它的收益率必须为6%，但它只得到＄5的息票。这样，它在第1年末和第2年初的价格应该是＄99才能获得6%的持有期收益，即5%的息票收益，以及从＄99至到期日价格＄100的1%价格收益。结果，第1年的持有期收益将为4%，即5%的息票收益减去1%的资本损失。在各个时期，持有期收益都等于1年期收益。这种计算可以扩展到将来的任何年份。

因此，对任何给定的有关未来短期收益的预期，无论投资者是打算把债券持有1年还是持至到期日，他们将接受同样的债券收益。

预期和时机选择

很明显，证券持有期收益是与投机者是否准备短期持有债券的决策有关的收益，但是它对其他投资者也是重要的。投机者在债券市场上起的作用相对较小；债券市场由那些迟早需要长期融资的债券发行人和通常把大部分资产投资于长期证券的团体购买者所支配。不过，持有期收益与债券发行和购买的时机选择有关。保险公司可能计划把大部分资产用于长期投资，但是，当它们的投资经理认为债券持有期收益低于现时的短期投资收益时，就有可能持有短期证券。在持有期收益还是更有利于债券之前，它们可以一直投资于短期证券。同样，公司财务主管在计划发行债券进行再筹资时也可

以借入短期资金。例如，一家公司准备购买一家新工厂，起初可以选择发行短期债券方式来筹资；以后，当这些债券到期时，又可以发行长期债券来赎回短期债券。问题在于究竟现在就发行还是等到下一年发行。如果债券的持有期收益低于现时的短期债券收益，那么就应当在现在发行债券；否则，等待一下更为适当。

上述因素的效应是促使债券持有期收益同现时的短期收益相等。如果每个人都认头债券持有期收益低于现时短期收益，借款人就会趋于发行更多的债券，而投资者将减少购买，债券价格就不得不下跌到足以使持有期收益提高到与短期投资收益相等的水平。

到此为止，我们已经讨论了长期证券的收益和价格与短期证券未来收益预期之间的算术关系。在上述例子中，我们曾假定我们已知道投资者预期将发生的情况，这仅仅构成收益曲线理论的一部分，另一部分的说明取决于关于投资者如何形成对未来预期的理论。投资者预期的形成与两种思考方法有关：其一，投资者可以根据自己过去的经历判断未来的利率；其二，投资者试图理解经济运行，利用自己获得的信息，以逻辑推导或按“合理的”方式推测利率在未来会怎样变动。

许多投资者对自己是否具有十分准确地分析未来利率变动的能力是缺乏信心的，但他们必须作出决策，因而可能不得不假定未来情况将和过去一样。对短期利率的最简单预测是假定它们维持原样不变，然而，短期利率却是逐日、逐周都在波动的。大多数投资者认为，他们能够利用过去几个月

的平均利率来消除利率的随机波动，从而改进自己的预测。而且，他们知道由于生产的周期性运动，利率也会周期性地上下波动。他们并不要假定短期利率会停留在周期高峰或周期谷底时的水平。对未来利率的一个比较合理的预测是，它会等于过去三四年的平均利率；如果现时利率高于过去若干年的平均水平，那么，投资者认为它们将会下降到正常水平；如果现时利率低于过去几年的平均水平，那么，投资者将预期它们会上升到正常水平。如果投资者按这种方式形成自己的预期，则长期收益会显示出一般的周期性波动。但是，长期利率将比短期利率按一个小得多的振幅表示出自己的周期；而且，既然“正常”的长期利率会相应于短期利率的上升趋势而逐步地调整提高，那么，长期利率和短期利率将会表现出相同的变动趋向。

合　理　预　期

大多数投资者试图尽量利用所有可获得的信息来源，自行作出或出价购买对有关经济形势的预测，尽可能地推测财政政策和货币政策的变动情况。他们不想把预测建立在基于过去利率历史的机械或算术估测上，而是要综合考虑所有可获得的有助于预测的信息，企图形成合理的预期。但合理预期理论仍然是一个有争论的问题，只有在假定投资者相信经济世界是以非常简单的模式运行时，它的意义才能完全显示出来。

不过，合理预期理论确实有着重要的意义，即它能帮助我们理解证券市场是如何运转的。首先，合理预期理论表明，

在任何时候,投资者已经充分利用了当时可获得的全部信息;人们有时认为信息是逐渐渗透市场的。如果发生了某些事项使证券的价值增加，那么,“灵敏货币”首先会感觉出来，并产生反应以提高价格，其他投资者随后也会跟上，从而把价格又向上推移，直到证券价格已经可以完全反映新的信息为止。但这似乎不会发生，因为有足够的“灵敏货币”使得由任何事项推动的全部价格上涨发生得非常迅速。特别是，如果短期利率或由于联邦储备系统改变它的货币政策，或由于企业厂商的投资增加而上升了，并且有理由认为新的利率水平会持续下去，那么，长期收益会立刻作出反应，而不是像前面所述的倒溯法意味的那样逐渐变动。其次，合理预期理论对证券市场就政策行动作出反应的方式有着重要影响。如果中央银行按照常规的方式来引导短期市场利率，市场就会考虑这一方式。例如，假定联邦储备系统总是在经济衰退时降低短期利率，而在经济复苏时促使它们回升，那么，当经济复苏来临时，即使在联邦储备系统采取任何行动之前，市场就会提前作出反应来提高收益。但是，长期收益增加的幅度要受到预期的限制，这个预期是，短期收益只是在一个短时期内升高。联邦储备系统的预期行动已被纳入了证券的价格。合理预期方法的其他一些涵义将留待后面几章讨论。

通货膨胀和期限结构

合理预期理论可以直接应用于通货膨胀预期和利率结构之间的关系。我们还要讨论短期利率的绝对水平如何确定。但是，无庸讳言，根据以往的经验，较高的通货膨胀率一般会

伴随着较高的利率。这表明，当投资者预料通货膨胀率将加速时，他们还预期所有的利率迟早都会上升。投资者可以相信通货膨胀会由于一系列原因而加速—— 例如，政府支出的扩大或货币供给的迅速增长等。无论这个原因是什么，他们都会通过减少债券的购买来作出反应，直至利率上升到与他们预期的通货膨胀相一致的水平。如果投资者是正确的，则短期利率最终会上升；但是在预期发生变化的那一时候，相对于短期利率来说，长期利率会升高。

供给和需求因素

对未来利率的预期在决定利率的期限结构方面应当有着重要的作用，然而，除了在某些相当特殊的条件下，预期的方法并没有提供一个完整的期限结构理论。如果所有的证券购买者和出售者对未来的利率有着完全相同的预期，而且市场参与者对自己的预期充满信心或者对风险无所谓，那么，预期方法就能提供一个完整的解释。在后一种情况下，他们力图使自己的有价证券组合的预期短期持有期收益最大化，并且会采取和在对结果已确有把握的情况下可能采取的同样的行动。

已知这两个条件，任何到期日的债券价格必须以能使持有期收益等于现时短期收益的方式变动。而且，无论市场上的证券数量多少，其收益结构将是一样的。未清偿债券数量的增加和未清偿短期证券数量的相应减少，都不会影响收益的方式。

如果市场参与者对于未来利率的看法不一致，情况又会

怎样呢？在某些时候，有些投资者预期短期收益在不久的将来会迅速上升，而另外一些投资者则认为它们会缓慢上升或者完全不会上升。后一部分投资者会愿意购买收益略高于现时短期证券收益的债券，而前一部分投资者则要有一个较大差价时才会购买债券。这时，长期和短期债券的相对数量就是很重要的。如果债券的数量较少，它们可以全部出售给那些认为短期利率不会升高太多且债券收益只会略高于短期收益的投资者；如果有较多的长期债券和较少的短期证券，则部分长期债券将不得不出售给认为短期利率会迅速提高的那部分投资者，为了促使他们进行购买，债券收益必须相对高于短期投资的收益。

在实践中，可能存在连续的一系列选择，而且未清偿证券分布状况上的温和变动对收益也有一些影响，但这一影响并不很大。

非常类似的结论也适用于投资者承担风险的意愿以及他们的预期的确定性程度。对预期的未来利率的理解差异、对未来无把握而形成的差别以及对风险的不同关心程度，都趋向于使长期利率和短期利率的差价取决于不同到期日的未清偿证券的相对数量。

对长期投资所带风险的态度不仅仅是个人嗜好问题，它们也反映了投资者的负债的特点。例如，保险公司具有长期负债，即对保险准备金支付固定利息的承诺；但它们不用太担心债券的资本损失,因为它们不必不得已地出售这些债券。相反，如果它们持有短期证券，利率可能会下跌，它们就可能无法赚到预定的利息。所以，当预期长期收益等于短期收

益时，它们通常更愿意持有长期证券。至于商业银行，在相同的预期收益条件下，它们宁愿持有短期证券而不是长期债券，尽管在存款下降或贷款需求上升时，他们可能不得不把短期证券换为现金。由于不同机构在风险程度上有差别，长期收益和短期收益之间的差异可能取决于资产在不同金融中介之间的分配，或者取决于未清偿证券的相对数量。

财富的估价

市场经济的大部分财富是由对创造收入的财产的直接或间接的要求权所构成的。这些财产是：土地、住宅、办公楼、工厂和其他设备；这些要求权包括股票、公司债券、抵押贷款和住宅契据。它们的总价值取决于它们将创造收入的现值，而它们所能创造的收入是由证券市场估测的。因此，公司债券的价值部分地取决于证券购买者对公司未来盈利运动的判断；但是，证券的估价还取决于用于贴现未来收入的利率。当其他条件相同时，利率的下跌会增加任何既定的未来收入流量的现值。这个结论不仅适用于公司证券，而且适用于农场、家庭和非公司组织的企业的证券。因此，如果利率下降，而预期财产收入仍然不变，那么，总财富将要增加。

财富和政府债务

国民财富的大部分由对私有财产的要求权所构成，但是，州、地方和联邦证券的持有人肯定把它们看成自己财富的一部分，无论他们是直接持有或通过中介机构间接地持有这些证券。然而，要估计由于政府债务增加而导致财富的净增加将是困难的。

当联邦或州政府发行债券时，债券持有人就会拥有更多的资产，社会公众将承受支付更多的某种抵消性税收的义务。但是，他们的这一纳税义务和所有的其他税收交织在一起，而且在总税赋中只占相对小的部分。如果纳税人完全了解他们的未来纳税义务，并且把未来的税赋按照和债券收益一样的利率加以贴现，那么，隐含的负债将具有和政府债券相同的价值，因而通过政府债券的发行就不会产生财富的净增长。预期的未来收入可能由于政府支出以举债方式筹集资金而增加，但是，在许多情况下（例如，在国防开支方面），由政府债务筹资的政府购买不会增加未来的预期收入。

不过，许多经济学家都相信，纳税人并不会以对债券的收益那样的方式来贴现未来的收入。如果社会公众按照高于政府债券收益的贴现率来贴现不确定的未来纳税义务，那么，债券的发行就会引起名义总财富的净增长。政府债券是否属于净财富，正是经济学中有着激烈争论的一个问题。

真实财富与名义财富

到此为止，我们已经讨论过名义上的财富，但只有真实的财富才能算数。私人财富的真实价值应当独立于价格水平。如果所有的工资和价格都增长一倍，那么，从利润或租金中

获得的财产收入的名义价值也应当增长一倍，而且在给定的利率条件下，对利润和租金的要求权的名义资本价值也要增加一倍。但是，既然所有的其他价格都已经增加一倍，这些要求权的购买力仍然是不变的。个别债务人由于价格水平上升而获利，债权人则出现损失。但是这些获利和损失相互抵消。

不过，与政府债券和货币相关联的财富是从名义上表述的，它的真实价值将受价格水平变动的影响。当价格水平上升时，货币供给的实际价值下降，而货币持有人作为一个整体来看变得更穷了。当然，构成银行存款的那部分货币供给会得到一个补偿；因为作为这些存款的债务人的银行结果都变得更富有。(作为债权人的银行也遭受损失，而从这些银行错款的人则会获利。)但是，就构成通货的那部分货币供给来说，每个人都变得更穷了。而且，随着价格的上升，持有的政府债券的真实价值会减少，以致人们会感到变穷了；除非像以前讨论的那样，他们相信自己的税收负担也会减轻。这种由于通货和政府债务实际价值的下降而导致真实财富的变动就叫作实际余额效应。

现在，我们已经指出了财富可能变动的多种不同方式。无论是财产收入的预期未来价值的增加，或是一定流量的预期财产收入的资本价值有了变化，都可能使基于私人财产的财富的真实价值发生变化。从短期来看，预期的未来财产收入还会由于商业周期的波动而变动；从长远来看，实物资本的积累倾向于增加预期的真实财产收入。如果产出的不确定性发生变化或者是利率下跌，对财产收入的估价也会改变。

通过政府债务的累积，或通过经公开市场活动把有息政府债务换成无息政府债务，实际总财富都可能增加，而价格水平却可保持不变。最后，如果价格水平上升，则给定数量的有息政府债券和无息政府债券的价值都会下降。

认识到价格水平因素和改变财富的其他途径并非互为独立是很重要的。通过增加政府债务或货币供给来创造财富的魔术要受到下面这个事实的限制，即政府债务或货币供给太多会提高价格，因此，会引起财富真实价值的下降，以致抵消由于政府赤字和公开市场活动所产生的财富增加。

小　　结

1.资本市场执行着把大量资金从盈余单位转移到赤字单位的任务。

2. 每年有超过：2000 亿美元的资金流过信贷市场。

3. 如果我们把处于盈余和赤字地位的个别家庭、企业厂商和政府的短期资金转移都考虑在内，则被转移资金的数量要大得多。这些转移涉及资信评估、抵押贷款和分期付款信贷的每月还款的收取以及大量的法律手续，所以它们远非通行的惯例。

4. 为了执行转移职能，市场的运行方式必须能够以把借款人希望发行的各种负债与贷款人愿意持有的各种资产搭配

起来的方式来运行；它们按照两种方式运行：⑴通过中介机构，借款人发行的债务由中介机构持有，然后再由中介机构发行对贷款人更有吸引力的债务；⑵通过诱使借款人发行贷款人需要的债务，或者诱使贷款人接受借款人想要发行的各种债务，或两者兼用，来调整各种不同资产的相对收益。

5. 要使上述调节能够实现，利率必须具有可变性，各种不同的证券市场必须联接在一起，以便所有种类的证券可以直接或间接地相互竞争。

6. 这一运行结果的测试标准是：对具有内在相同特征的各种证券应当支付相似的、已调整风险的利率，而不考虑它们原来的利率水平。

7. 从整体来看，美国资本市场似乎符合上述标准。信贷市场在地理上被统一起来，所以全国各地的利率都差不多。经营机构的专业化并未造成市场的分割或封闭。不过，市政公债市场要受到对金融机构的不同税收待遇的严重影响。

8. 从整体上说，短期市场是连接得相当好的；长期市场也是如此，但具有某些例外。

9. 长期市场和短期市场也是密切相联的；但是，预期因素对长期利率和短期利率之间的关系有着重大的影响。一些事实还表明，金融机构的投资专业化也确实会影响长期利率和短期利率之间的关系。

问题与练习

1.所有短期公开市场的利率趋于一起上下波动。为什么？

2. 国库券利率总是低于商业票据利率，试加以解释。

3.试论国库券收益和商业票据收益之间的差异为什么会不断变化？

4. 短期证券市场可以把资本市场的各个部分联结在一起。请解释。

5. 由于新股本的发行数量相对较小，尽管新闻界对股票市场非常注意，但股票市场在资本市场中的作用并不十分重要。试对此加以评论。

6. 债券和抵押贷款市场是由金融机构支配的，各种金融机构专门经营某种证券；因此，长期证券市场是以各个独立的部分分别运行，相互之间没有什么影响。这句话是对还是错？请解释你的答案。

7. 什么叫收益曲线？

8. 下降的收益曲线通常表示投资者预期债券收益会 ⒜ 上升或 ⒝ 下跌。试选择一种可能并加以解释。

9. 美国人持有财富的年增长等于企业厂商、家庭和政府本年的年度净储蓄。对还是不对？请解释。

10. 政府债务的增加会不会使财富： ⒜ 总是增加；

(b) 有时增加；(c) 不会增加？

11．公开市场活动并不创造财富，人们只是以银行存款换取政府债券，这一见解：(a) 总是对的；(b) 有时是对的；(c) 根本不对？

7

中　央　银　行

在前几章介绍了货币、银行公司，其他金融中介机构和资本市场之后，对金融体系的描述差不多已完整了。但还有一个机构即中央银行尚未涉及。在这一章，我们将较为详细地论述美国的中央银行—— 联邦储备系统。然而在此之前，我们必须大致了解一下非共产主义发达国家的中央银行的职能。

中央银行概述

尽管中央银行也称作银行，但它们并非商业银行涵义上的 “银行”，而是政府的一个机构。中央银行并非要追求利润最大化，而是要实现整个经济的一定目标，如防止商业银行

倒闭或高失业，等等。即使中央银行采取私人股东所有的形式，由于它执行政府的职能，因而是政府的组成部分。

中央银行的起源

中央银行的形成有两种途径。一种是由其他机构逐步演变为中央银行，英格兰银行就是最好的例证。英格兰银行起初是一家商业银行，随着时间的推移，它逐步获得一些附加的权力和责任，逐渐变为中央银行。在这个演变进程中，它从何时由商业银行转为中央银行是难以确定的。与英格兰银行相比，许多国家的中央银行并不是演变而成的，而是像联邦储备系统那样在成立之时就是中央银行。事实上，这样的中央银行一开始就为政府所拥有，尽管它们可能像联邦储备系统那样有着私人股东。当一家银行充当中央银行，即根据公众的利益而不是股东的利益决定其行动时，即使它的所有主要官员形式上是由股东们推选，它仍然执行政府机构的职能。

中央银行的目的和职能

中央银行有两个主要职能,一是控制货币数量与利率,二是防止大量的银行倒闭。但它们还有一些“日常的职能”。

控制货币供给

19 世纪的英国经济学家兼金融撰稿人沃尔特·白芝浩曾简明地表述了人们需要中央银行的理由，当时他写道："货币是不会自行调节的。"只要获得准备金，每一家商业银行都会扩大它的存款。倘若没有中央银行，存款的增长率、从而货币存量的增长率将取决于改变银行准备金的十分任意的因素，并且可能严重偏离恰当的增长率。

最后贷款人

控制货币供给的一个方面是要保护银行免于倒闭，当存在许多相当小的银行时尤其如此。这并不是说中央银行都能防止普遍的银行倒闭，联邦储备系统在本世纪 30 年代就未能做到这一点。但是，中央银行应该充当最后贷款人，也就是说，当发生金融危机且其他银行无力或不愿意对一些银行贷款时，中央银行将能够且愿意提供这些贷款。中央银行能在这种时期发放贷款的原因是，它有创造银行准备金的权力（我们将在第 10 章讨论这个问题）。在美国，联邦存款保险公司（FDIC）当然是防止银行倒闭的一个机构，但联邦储备系统也可充当最后贷款人以随时支持联邦存款保险公司。倘若它不这样做，那些拥有许多超过 10 万美元承保限额之存款的大银行濒临倒闭时，就很容易引起大额存款人对其他银行的挤兑。

准备充当最后贷款人是中央银行的一种极为重要的职能。由于潜在的金融恐慌只是偶尔发生，它的这种职能很容易被人们忽略。当我们考察中央银行的日常活动时，它的最

后贷款人职能似乎是不相关和不重要的。但是，人们可以举灭火机的例子来说明。不要忘记，虽然中央银行平时不执行最后贷款人职能，但它必须随时准备执行这一职能，即使这意味着它必须暂时放弃其他目标（例如反通货膨胀）。

日常的职能

中央银行的一些日常职能包括为商业银行提供各种服务。中央银行持有商业银行的大部分准备金，因而它是银行的银行。这些准备金没有实体形式，它们只不过是中央银行资产负债表上负债方的记录项目。由于中央银行持有商业银行的准备金，因此它也经常为商业银行清算支票。

除了为商业银行提供服务之外，中央银行也为政府提供许多服务，所以它还充当政府的银行。政府在中央银行设立一个帐户，并从这个帐户开出支票。而且，在许多国家，政府还通过中央银行出售其证券。

中央银行为政府提供的另一类服务直接产生于它与商业银行的密切关系。由于这种关系，中央银行通常对商业银行施加一定的控制。例如，联邦储备系统管理银行的合并，并对会员银行进行检查。在许多国家，政府已经对本国公民购买外国资产加以管制（所谓的外汇管制），而这些管制经常由中央银行来执行。

在某些国家，尤其是不发达国家，中央银行还向财政部放款。而且，在实际上，一些中央银行（英格兰银行又是最好的例证），最初就是对政府放款并且换来一些优惠权的商业银行。但是，由中央银行对财政部放款可能引起高度通货膨

胀，因为许多国家的中央银行通常对发放这种贷款没有任何选择，即使可能引起高度通货膨胀它也必须这样做。为防止这一点，美国不允许联邦储备系统直接对财政部发放贷款。然而，这种不能由它公开做的事情却可以、并且已经以社会公众为中介间接地来做：财政部对社会公众出售证券，而联邦储备系统则从社会公众那里购进同等数额的政府证券。

中央银行的另一种职能是发行通货。在许多国家里，流通中的所有通货券都由中央银行发行，即投入流通，尽管财政部也会发行一些通货券。

中央银行还充当政府的顾问，尤其在国际金融方面，许多政府都十分注重它们的中央银行的建议。

中央银行的其他特征

在结束对中央银行的一般论述之前，还有两个问题需要讨论，一是中央银行与其他政府部门的关系，二是中央银行创造银行准备金的能力。

中央银行与政府之间的关系是复杂的。虽然中央银行是政府的一部分，但它与政府的其他部门是分离的。在与政府的关系中，它们比财政部这样的政府机构具有大得多的独立性。

中央银行有权创造银行准备金。除非法律规定中央银行必须为它所发行的每一美元流通券或存款保留 20 美分的黄金储备，否则，它可以根据自己企望的数额为商业银行创造准备金。但是，这些准备金并不采取通货形式，而仅仅由中央银行帐面上的记录金额所组成。

联邦储备系统的正式结构

美国只是在1913年威尔逊总统签署了联邦储备法案后才开始有中央银行。1907年的一场异常严重的金融恐慌造成了许多银行的倒闭，终于使大多数人认识到设立中央银行的必要性。但甚至在那时仍有许多反对设立中央银行的意见，因为有些人担心华尔街会把它作为支配小城镇的工具。随着人们日益明确最后贷款人的必要性，这些反对意见最终被克服了。但是，由于人们极为担忧中央银行一方面可能导致强大的银行卡特尔，另一方面可能导致对银行业的政治控制，因而在联邦储备法案中规定了谨慎与周密的制衡制度。

起初，联邦储备系统似乎更像是银行家的合作企业，即把那些原先是分散的银行准备金集中起来的机构，而不被视为关注高就业和价格稳定这些目标的政府机构。但是，虽然它在结构上的变化要小于职能上的变化，今天的联邦储备系统也已经不是1913年成立时的那种体系了。联邦储备系统所发生的变化，既是由于主要法律条款，特别是1933年和1935年的银行法案的作用，也由于其职能模式的缓慢演进，而这属于与内部组织及实务有关的问题而不属于立法要求。1913年的联邦储备法案设想建立一个高度分散的体系。某些人甚至不把联邦储备系统视为单一的中央银行，而把它看作12个

联邦储备区的中央银行。但是多年以来，联邦储备系统已经变得较为集中了。12家联邦储备银行，特别是原先极为强大的纽约联邦储备银行的权力都已被削弱而转给设在华盛顿的联邦储备理事会（Board of Governors）。

然而，联邦储备系统的主要特征没有变化。它由12家联邦储备银行和联邦储备理事会构成。

联邦储备银行

图7·1标出了12家联邦储备银行及其分支机构的地理

位置。各家联邦储备银行的资产额相差甚大。纽约、芝加哥和旧金山的３家联邦储备银行就持有联邦储备总资产的一半以上，而纽约联邦储备银行独占了联邦储备总资产的 30%。除了规模之外，纽约联邦储备银行也是“同行之首”，因为地理位置使它能直接与国内的主要货币市场联系。所以，正是这家储备银行代表联邦储备系统进行所有的证券买卖。此外，它还是联邦储备系统与外国中央银行及国际金融机构进行许多交易（虽然不是全部交易）的枢纽。每一家联邦储备银行都由９名兼职董事组成董事会（Bo- ard of Directors）来管理，其中３名称为Ａ类董事，他们是由会员银行推选的，并且本人也是银行家。会员银行还可以推选３名Ｂ类董事，这些董事可以不是银行的官员或职员。为了防止任何特定规模银行集团的操纵，会员银行被按规模分成大、中、小三组，并由每组会员银行推选１名Ａ类董事和１名Ｂ类董事。但在实际上，无论是Ａ类董事或是Ｂ类董事都不是按“推选”一词的真正涵义产生的，因为每次选举通常都只有１名候选人。Ｂ类董事的候选人，以及Ｂ类董事的候选人，经常是由各联邦储备银行行长向会员银行推荐的。

最后，还有３名Ｃ类董事。他们不是由会员银行推选，而是由联邦储备理事会任命，为的是体现超出银行及其借款人利益之外的广大社会公众的利益。１名Ｃ类董事担任董事会主席，另１名Ｃ类董事担任副主席。

人们有时会说，联邦储备银行的多数董事都是由会员银行推选的，但这是不确切的。应当看到，除了Ｃ类董事是任命的之外，各储备银行行长事实上往往可以提名Ｂ类董事，

显然，在多数情况下他们甚至还提名A 类董事。因此，更准确地说，各储备银行的大部分董事都是由联邦储备系统选定的。

在论述各类董事时，我们极力注意避免说这3类董事各“代表”特定集团的利益，因为所有董事都被认为代表社会公众的利益而不是银行家或借款人的狭隘利益。然而，社会公众的利益犹如寓言里盲人描述的大象；人们的社会背景、交往和经验都会影响他们对社会公众利益的理解。

于是，许多人抱怨说，董事仅仅是根据“设定的框框”推选的，直到目前为止，妇女和少数民族以及劳动阶层和消费者的利益甚至在C 类董事中实际上也得不到反映。其部分原因是，董事的主要职责不是制定货币政策，而只是指导储备银行行长进行银行的经营管理。而那些具有自己行业经验的人在执行这一任务上显然是占有优势的。然而，由于董事们参与对储备银行行长的选择，并且可以向行长表达自己对政策的看法（但行长可以不予接受），他们确实对货币政策有某种影响。这使得关于董事们不具有代表性的批评难以完全消失。

每家联邦储备银行的行政首长是它的行长。他们由董事会选举并经联邦储备理事会批准。近年来，他们常常就是原先由理事会推荐为董事的某些人。目前，任命的大多数行长不同于大多数董事，他们都是职业经济学家。

联邦储备银行负责检查会员银行、审批某些银行合并的申请、进行支票清算、收回流通中的旧通货和发行新通货。但除了这些日常的职能外，各联邦储备银行也具有某些政策职

能。每家银行都"设定"一个贴现率，即联邦储备系统发放给其管辖区内的银行或其他存款机构的贷款的利率。但是,这一利率必须经联邦储备理事会批准；进一步地看，联邦储备理事会利用审批现行贴现率的权力，可以迫使各联邦储备银行改变它们的现行贴现率。因此，联邦储备银行在贴现率上拥有的真正权力仅仅限于建议对贴现率作出变动或最多把贴现率变动推迟两个星期。然而，每家联邦储备银行可以管理它们自己的贴现窗口，也就是说，在所有联邦储备银行都适用的一般原则下，当管辖区内的一家银行或其他存款机构申请贷款时，它们可以作出特定的决策。正如我们稍后将讨论的那样，联邦储备银行的一个更重要的政策作用是参与联邦公开市场委员会。

联邦储备银行还有另一种职能，即建立联邦储备系统与地方之间的联络。尽管大量信息流回联邦储备理事会，但统计数据必须经过一段时间后才可获得，然而，通过与地方工商业界洽谈，联邦储备系统能够立刻掌握经济发展的某些指标。联邦储备银行的另一种主要职能是，解释并证明联邦储备系统对当地工商界的行为，以便赢得对联邦储备系统的政治支持。虽然这并非正式的任务，但却是各储备银行董事们的一项重要工作。最后，每家联邦储备银行都有一批称职的经济学家，他们从事货币政策及其有关问题以及地方情况的研究。

联邦储备理事会

联邦储备系统的最高机构是设在首都华盛顿的联邦储备

理事会（有时称为“联邦储备委员会”）。它的7名理事由美国总统征求参议院的意见和同意后任命。除非遇到“诉讼”，他们才能被罢免，但到目前为止尚未发生过这类事情。理事会的完全任期为14年，任期届满不得连任。这是为了避免他们邀宠于总统或受胁于总统。在理想的情况下，所有的理事都将任满14年，但又要互相错开任期。如果这样，该理事会在每4年内只有2名空额，以致总统在一届任期内不能控制理事会。但是，作为联邦储备理事会主席而不是作为理事的任期只有4年，这就使得每一位总统可以任命自己的主席。这些规定都是联邦储备系统内在的进行制衡的例证。

然而，并非所有这些规定都能实际有效。理事们常常在他们的14年任期届满之前退职，有时是因为年龄的缘故，有时则是由于金融方面的原因。在1960—1982年期间，被任命的22名理事中，仅有6名理事（略高于四分之一）任职达7年之久。因此，在任何一届总统任期内，理事会出现的空额通常都多于2名。例如，卡特总统上任后的前3年里理事会曾有4名空额。此外，当1名理事辞职时，假使总统愿意，他可以任命某人填补前任理事剩下的任期。这不仅意味着某些理事的任职少于14年，而且意味着他们有资格被重新任命担任自己的完整理事任期，并可能因此而迎合总统的观点。大多数的理事都是职业经济学家。

联邦储备理事会制定货币政策，它控制贴现率，并可以在规定范围内改变银行的法定准备比率。它和联邦公开市场委员会的其他成员一起，控制了最重要的货币政策工具——公开市场买卖业务。此外，联邦储备理事会主席是总统和国

会的主要经济顾问之一。而理事们有时可以充任美国代表与外国的中央银行和政府谈判。另外，理事会主席还经常在对国会和社会公众的报告中发表他们对财政政策及其他经济问题的看法。理事会拥有大量胜任的经济学家来协助它的这项工作。

尽管决定货币政策是联邦储备理事会的最重要的工作，但它的许多时间却是花在银行管理问题上。例如，审批许多银行的合并申请，并决定银行控股公司的非银行活动的许可范围。此外，还监督对禁止贷款歧视和不真实报表的法律的实施。在这些活动中，理事会的控制超出一般的银行信贷业务。在住宅贷款方面，它对联邦储备银行实行相当宽松的一些管制，而联邦储备银行必须提交预算以获得理事会的批准。

联邦公开市场委员会

在联邦储备系统内部，制定政策的中心是联邦公开市场委员会（FOMC）。该委员会由7名联邦储备理事会理事和5名联邦储备银行行长组成，联邦储备理事会主席也是联邦公开市场委员会的主席。[①] 除纽约联邦储备银行拥有一个常设席位外，联邦储备银行在联邦公开市场委员会的其余席位由这些银行的行长轮流担任。然而，那些不是该委员会现任委员的联邦储备银行行长通常都出席它的会议并参加讨论，当然他们并没有表决权。但是，既然联邦公开市场委员会试图

① 虽然法律规定可以由联邦储备银行的第一副行长代替行长参加联邦公开市场委员会，但是除行长不能出席会议外，一般都不这样做。

取得一致意见而不是只依靠多数人的意见，因此，即使这些非委员行长没有表决权，他们的出席也会使所有联邦储备银行行长对联邦公开市场委员会的决策产生某种影响。联邦公开市场委员会每年大约举行８次会议，休会期间有时则召开电话会议。

联邦公开市场委员会的职能是决定公开市场业务，即联邦储备系统的证券买卖。联邦公开市场委员会本身并不经手证券买卖。实际上是，它向纽约联邦储备银行发出指示，告知后者在代理所有联邦储备银行帐户时应当遵循的公开市场政策。

联邦储备系统还有另外一些机构，但它们远不如联邦公开市场委员会来得重要。其中之一是联邦顾问委员会，它由每个联邦储备区的一位商业银行家（通常是一家大商业银行的总经理）所组成。顾名思义，该委员会充当联邦储备理事会的咨询顾问，但这是它的唯一的职能。图７·２对联邦储备系统的结构作了概括。

图 7.2　联邦储备系统的结构　　联邦储备系统内分散权力的一种制衡制度。

〔资料来源〕 联邦储备理事会：《联邦储备制度、目的和职能》(华盛顿，1974 年)，第 18 页。

联邦储备系统的非正式结构

仅仅了解一个组织的正式与法定结构是远远不够的。和任何其他机构一样，联邦储备系统已发展了一定的传统惯例和其他特征，它们对其运行有着重大的影响。这些非正式部分既未确定也不清晰。它们包括：联邦储备系统内部的权力分配，联邦储备系统的代表阶层以及它作为官僚机构的行为。

联邦储备系统内部的权力分配

虽然联邦储备系统内部和其他“外部集团”之间对货币政策的权力分配是一个判断问题，但前任联邦储备理事会理事谢尔曼·梅塞尔对这种权力分配作了估计，其结果如表 7·1所示。然而，表 7·1要有两种约束限制。首先，权力分配不能明确地定量化，正如梅塞尔所说，“其他一切有主见的人一定可以描绘出不同比重的图表来。”[①] 例如，联邦储备系统的一位前任高级官员认为，理事会主席拥有的权力要大于表 7·1提出的比重。其次，权力分配部分地取决于有关人士的个人意志。例如，非常关注货币政策执行的行长就会比主要关心外交政策的人施加更大的影响。这一权力分配还取决

① 谢尔曼·梅塞尔：《管理美元》，W．W．诺顿图书公司（纽约）1973 年版，第 109—117 页。

于特定的问题。例如，联邦存款保险公司对银行资本比率这类问题会有影响，而不是对货币政策具有影响。

理事会主席的权力来自5个方面。第一，作为理事会的首长，他的观点和演讲对社会公众有极大的影响。第二，若干决策甚至不是经过理事会，而是由主席本人代表理事会作出。例如，和总统会谈的只是理事会主席而不是理事会全体理事。第三，理事会主席安排议事日程并在理事会议上起领导作用。第四，理事会主席对下属职员拥有监督权，从而他们更

表7.1　对联邦储备政策的权力分配的估测

内　　部	比重	外　　界	比重
理事会主席	45	政府	35
理事会和公开市场委员会的官员	25	国会	25
		直接的社会公众[a]	20
理事会其他理事	20	金融集团	10
联邦储备银行	10	外国集团	5
		其他管制机构	5
合　　计	100		100

a：包括新闻界人士、经济学家、院外游说集团和一般公众。

〔资料来源〕　谢尔曼·梅塞尔：《管理美元》，W．W．诺顿图书公司（纽约）1973年版，第110页。

乐意迎合理事会主席而不是其他理事的意图。第五，理事会

主席的上述权力造成他的一种权威性，以致其他理事必须按照他的意志进行表决。但是，理事会主席并不总是能够按自己的意愿行事。1986年，沃尔克主席在理事会议上就被里根总统任命的4名理事投了反对票。尽管几天之后制订了一个妥协方案，但人们普遍认为这是对沃尔克主席威信的重大打击。

联邦储备系统的代表阶层

提到联邦储备系统的代表阶层时，该词的涵义比它用于国会议员的地理上的代表区更为广泛。一个政府机构往往自认为是特定集团的代言人，并试图在政府中代表该集团的利益。作为回报，该机构就会得到其代表集团的政治上的支持。正如前任财政部长、现任国务卿乔治·舒尔茨所指出的："拥护政府是不成文宪法的一部分。"[①] 这方面的一个例子是，农业部充当农场主的发言人，并得到来自农村地区议员们的支持。劳工部对工会也有类似的关系。这并不意味着这些机构必然漠视公众的利益。确切地说，公众利益被认为是体现于不同集团的一致意见之中，而这些不同集团又是通过"它们的"政府机构来表现的。应当看到，确已形成的公众利益往往被归纳为"对我有利"，且各个集团的权力并不总是恰当的。

联邦储备系统自认为拥有两个主要的可能还有两个次要的部分交叉代表阶层，这似乎是合理的。一个主要代表阶层

---

① 《政治经济学的反映》，载《金融杂志》，第29期（1974年5月，第325页。

包括银行和金融社团。另一个包括那些将由于通货膨胀而受损失的固定收入集团。若干政府机构（如农业部和劳工部）代表生产者集团，因而应有某一机构代表那些因生产者提高价格或政府采取过度扩张性政策而受损失的集团。联邦储备系统似乎承担了这方面的一些任务，至少在它比其他政府机构更担心通货膨胀的意义上是这样。至于它对通货膨胀是否足够忧虑，或者它是否已成为通货膨胀的发动者，则是另一回事。

联邦储备系统可能有的其他两个较次要代表阶层是：金融新闻界人士和经济学家。由于联邦储备系统频繁地出现于新闻报道中，它希望得到新闻界及经济学家的支持，而后者常在文字上和国会听证会上对它进行强烈的抨击。但是，如果说联邦储备系统对这两个集团的意见的关注对它的政策有影响的话，要说明它在多大程度上受到这种影响是很困难的。

作为官僚机构的联邦储备系统

联邦储备系统的外部利益集团并不是它所关照的仅有的受益者。在相当大的程度上，它还要关照自身的机构利益。现代官僚主义理论认为，政府机构并不是仅仅关心公众福利的柏拉图式的哲学家，它还要关心自己的生存与声誉，后者可以很容易地被解释为对公众福利的间接关心而得到合理化。

如果联邦储备系统实际上关心它作为一种机构本身拥有的力量，那么，人们期望它会怎样行动呢？首先，只要可能，它会尽量地避免与能够危害它的有权势人士作对。比如说，这实际上意味着它将执行扩张性政策，这些政策可能在短期内

符合国会和政府保持低利率的愿望。其次，人们认为它要保持自己的权力和自主权，例如，它不会放弃任何政策工具，甚至包括那些不是十分有用的工具。第三，一个试图保持其权力和威望的组织不愿意承认以往犯过的错误，因为这样做会使人联想到它目前可能又在犯错误。

第四，一个组织保护自己免受批评的一种方式是以短浅的眼光行事，即十分注意其政策的直接的和眼前的效果，而很少关注这些政策可能引起的较长期的或较间接的危害。这是因为和那些由于其他许多原因造成的坏结果相比，该组织更可能由于其政策的那些直接可见且明显的坏结果而受到责备。最后，联邦储备系统总是想宣布模糊的指标，以便它一旦未能实现这些指标也不至于很明显。[①] 无论如何，许多中央银行家都倾向于将其任务视为一种艺术，在施行中依靠聪明人的直觉胜过于依靠精确的分析。例如，第二次世界大战前的杰出的中央银行家蒙塔古·诺曼爵士在被问及他作出的一项决定的理由时回答道："主席先生，什么是理由？我没有理由，我只有直觉。"[②]

一般的中央银行，特别是联邦储备系统，真是这样行动的吗？一些经济学家认为确实如此，但这个问题仍然有着广

① 并非唯有中央银行面临这种诱惑。一名学生向父母宣布，他本学期的目标是门门功课得到优秀的成绩；另一名学生则宣布，他的目标是完成一项更艰巨的任务，即把自己变成有思想、有洞察力的人，两者相比，前者使其父母失望的可能性更大些。

② 引自安德鲁·博伊尔：《蒙塔古·诺曼》，克塞尔图书公司（伦敦）1967年版，第327页。

泛的争论。

某些经济学家批评联邦储备系统试图以不向社会公众提供其活动的足够信息的办法来使自己免遭非议。虽然这一批评很可能是正确的，但与外国中央银行相比，联邦储备系统实际上倒是唠叨不休的。除了不定期的研究报告外，理事会每月都发布《联邦储备公报》，其中有论述当前进展的各种文章、一篇联邦公开市场委员会以往行动的报告和详尽的金融统计资料，等等。每家联邦储备银行还免费发行各自的刊物，其文章内容涉及银行业、地方经济情况和货币政策。

联邦储备系统的资金结构

联邦储备银行已发行的股票为其会员银行所拥有，它们可得到这种股票的6%的固定股息。会员银行拥有联邦储备银行所有股票的事实，有时被理解为它们拥有这些联邦储备银行。但这完全是一种误解。所有权有着两个方面的涵义：一是分配所有净收益的权利；二是控制财产的权利。会员银行不拥有对联邦储备银行剩余收益的要求权。不管联邦储备银行的收益如何，它们都只是得到6%的股息。同样，它们对联邦储备银行很少有控制权，更丝毫不能控制联邦储备理事会。所以，会员银行并没有控制联邦储备系统。

联邦储备银行的净收益来自它们持有的证券，较小的一

部分则来自它们发放贷款所得的利息收入。它们也向金融机构收取为其提供服务例如清算支票的手续费。但是联邦储备系统投资于证券的资金来自何处呢？它的主要来源是发行联邦储备券。假定联邦储备系统印制了100万美元联邦储备券，并运往提出申请的某家银行。那么它就把金额借记该银行的准备帐户。倘若它想保持银行准备金总额不变，就要在公开市场购进100万美元证券来弥补这笔银行准备金的减少。这样，在联邦储备系统的报表上，已发行联邦储备券的负债上增加了100万美元，但它持有的政府证券也增加了同样金额。除此之外，联邦储备系统可以按类似银行创造存款的办法来购买证券。它对这些证券的支付仅仅是贷记有关银行的准备帐户。同样，当联邦储备系统向会员银行放款时，它只是增记它们的准备帐户。①

联邦储备系统必须以这些资本的收益，向会员银行持有的股票支付股息（1958年的数额为净收益的6%）。在这一项目之后，它把一笔相当小的金额转入公积金帐户。而绝大部分的净收益（在1985年为168亿美元）通常都上缴美国财政部。但不存在要求联邦储备系统这样做的法律。当然，如果它不这样做，这种法律就会立即问世。

---

① 当会员银行将准备金存入联邦储备系统时，联邦储备系统就获得资金，它可用于投资并由此赚取利息。这似乎是可能的。但是通货和准备金的总额是固定的。假设社会公众所持有的货币量不变，那么一家银行可以获得更多准备金的唯一办法是另一家银行减少准备金。因此准备金总额没有变化，从而联邦储备系统持有的赢利性资产也不变。

联邦储备系统的独立性

联邦储备系统比其他政府机构具有更大的独立性。虽然当理事会出现空缺时是由美国总统征询参议院的意见和同意后任命新的理事，并且总统可以任命自己的主席，但一俟他作出这些选择，他在公务上对联邦储备系统就没有任何权力了；原则上联邦储备系统可以完全不考虑他的意见。固然，联邦储备系统在法律意义上是"国会的产物"，但国会既不是为了对它进行日常管理而设立，而且根据现行法律也无权干预它的日常活动。因而，虽然联邦储备系统要向国会报告它的货币存量增长率措标，但从原则上说，它可以不理睬国会对该指标的反应。

实际的独立

但是，通过立法规定的正式关系照例只是问题的一部分。实际上，总统和国会都对联邦储备系统有相当大的影响。总统影响的一种方式是道义上的劝告；而理事们也不愿意反对由全国人民选举的这个人的观点，如果他们认为不致违背自己的职责，一般都会照办。其次，为了制定某种法律或阻止其他法律，联邦储备系统不断地在国会进行活动。它在这些立法斗争中希望得到总统的支持，因而具有与总统保持良好

关系的动机。第三，理事会主席希望获得总统的好感，以便当总统任命一名新理事时可以得到自己满意的人选。正如关于联邦储备系统政治性问题的著名权威人士约翰·伍利所指出："与其说总统一般都能得到他所希望的货币政策，倒不如更确切地说，总统极少得到他非常不满意的货币政策。"[①]

一般地说，联邦储备系统不能认为独立性的持续是天经地义的。它在某种程度上是"自身独立性的囚犯"。它在一些问题上不得不让步屈服，以免国会取消它在某些方面的独立性。

但是不应过高估计总统和国会的影响。在一些问题上，联邦储备系统可以在每个议员选区内发起声势浩大的银行家院外活动，以迫使国会维护它的独立性。一般地说，国会也怀疑它反对联邦储备系统的能力，这部分是因为联邦储备系统声称它占有关于货币政策的机密，部分是因为它自我标榜是使人们避免爆发性通货膨胀的保护者。此外，反对联邦储备系统通常在政治上无所裨益。

总之，正如谢尔曼·梅塞尔所说：

> ……独立性是既不明确又受限制的……虽然不存在由总统对联邦储备系统发布指令的法律规定，联邦储备系统的独立性也不会大到使它能把货币政策作为否决政府行动的大棒和威胁。联邦储备系统的行动自由是颇受限制的……在任何谈判中，还没有一个像联邦储备系统这样的非代表性组织能够或应该获许坚持

① 约翰·伍利：《货币政治》，剑桥出版社（纽约），1984年版，第111页。

与政府官员的目标相对立的自我目标。[①]

独立性：赞成与反对

究竟联邦储备系统的独立性是太多还是太少呢？长期以来，这个问题不时成为一个政治争论，而且它迟早会成为总统选举的主要论题。关于联邦储备系统独立性的政治争论，并不主要起因于关于它在政府中的适当作用（这是一个较少引起社会公众不满的问题）的基本意见分歧，而是来自对它所推行的政策的重大意见分歧。改变这种政策的一种办法是把联邦储备系统置于国会和政府里反对该政策的那些人的控制之下。另一种办法是对联邦储备系统造成足够的威胁，迫使它改变政集。因而在1982年，若干削弱联邦储备系统独立性的议案在国会得到了有力支持。可能部分是由于这些威胁的作用，不久之后联邦储备系统立即改变了它的政策。

我们将于第4篇讨论对货币政策的赞成意见和反对意见。在这里我们仅仅论述关于联邦储备系统独立性的一般性争论，虽然这些争论听起来很抽象且带有学究味，但它们涉及不久后可能成为主要政治问题的那些内容。

---

① 谢尔曼·梅塞尔：《管理美元》，W．W．诺顿图书公司（纽约）1973年版，第24、136页。

赞成独立性的理由

对独立性问题的两种观点都有许多论据。独立性的支持者认为，货币政策及随之而来的美元价值是非常重要且极复杂的一个问题，以致不能交给政治集团去操纵。正如前任理事会主席威廉·麦克切斯尼·马丁所指出：

> 联邦储备系统的独立性是自由企业体系的基本防线，当它屈服于政治利害或私利的支配时，坚挺货币的基础也就受到损害了。[①]

根据这一观点，政治过程是短期化的：由于过份关心下届选举，就会过于关注短期利益的重要性，因而不愿作出那些较为困难且失人心的决策——比如在短期内忍受更多的失业——尽管这种决策是为获得稳定价格水平的长期利益所需要的。此外，倘若有可能，政治家们会在没有提高税收的情况下利用中央银行为扩大的政府支出融通资金。再者，各种压力集团还会驱使政府政策体现对通货膨胀的偏好。因此，为了确保那些因通货膨胀而受损失的人们的公正利益，就需要有一个尽量摆脱政治压力的独立性中央银行。任何熟悉金本位制理由的人很可能理解与之类似的下述论点，即金本位制可以预防轻率的通货膨胀行为。

这个观点的另一种说法可以用政治交易周期（Political

---

① 引自A·杰罗姆·克利福德：《联邦储备系统的独立性》，宾夕法尼亚大学出版社（费城）1965年版，第18页。

business cycle）的措词来解释。在选举之前，政府倾向采取过度扩张的货币政策，以便正好在选举前夕出现较低的利率和较低的失业率，由此导致的通货膨胀和名义利率上升只会出现在选举之后。那时，政府将采取限制性政策，并指望社会公众在下届选举时会忘掉这一政策。但是，联邦储备系统实际上是否按这种方式行事，这是尚不明确的，它并没有这样做的强烈动机。倘若它支持总统而他在下届竞选中失败的话，它就可能受到新总统的惩处。此外，联邦储备系统正是由于被理解为非党派的公正性专家机构而获得许多威望和权力。那么它为什么要放弃这些特点呢？但许多经济学家却相信，实证性的证据的确支持了政治交易周期的假说。这又引起另一些人的争论。

反对独立性的理由

中央银行独立性的反对者拒绝上述观点。他们认为，不能委托选举产生的政府官员去评判货币政策的说法是不民主的。应当看到，货币政策固然涉及需要有长远观点的困难决策，但在外交政策或国防政策方面也存在同样的问题。此外，不论结果如何，社会公众都认为总统必须对其执政期内实施的所有政策所造成的经济情况负责。因此，他应该控制这些政策中的最重要的货币政策。

此外，一些经济学家认为联邦储备系统未能很好地使用它的独立性，故应予以取消。联邦储备系统有时容忍通货膨胀，如在60年代末和70年代就是这样；而在其他时候，比如在30年代，它却偏好于紧缩通货且容忍大量的失业的发

生。而且，它的独立性并未真正使它脱离政治。实际上，为了保护它的行动和独立性，联邦储备系统已经不得已地变成了政治动物。再者，独立性为联邦储备系统的官僚机构特有弱点留下过多的放纵余地，例如，它始终过分强调狭隘或偏颇的利益。

最后，货币政策和财政政策本应结合起来，而联邦储备系统独立性的反对者声称，仅仅依靠非正式协商的程序无法达到这两者的适当结合。这就需要使联邦储备系统成为政府的一部分。赋予总统对联邦储备系统的控制权并不一定会削弱它的影响，甚至还可能加强它的影响。如果它成为政府的一部分，那么它的意见就更会受到政府的重视。

可能的折衷

这些赞成与反对的论争可能使人产生一种错觉，即只能在不可调和的两种观点中采纳一种，其实不然。即使联邦储备系统失去形式上的独立性而成为政府的一部分，它至少仍可试图置身于党派政治之外。此外，如前所述，目前联邦储备系统具有的独立性是很不完全的。

从更现实的情况来看，有关争论并未涉及联邦储备系统的完全独立性这个“基本的”问题，而是侧重于相对次要的削弱其独立性的建议。例如，一种建议是，应使理事会主席的任期与总统的任期更吻合，以便每届总统可以在执政后的第二年任命自己的主席。另一种建议认为应当缩短理事的任期，或者取消联邦公开市场委员会，而把它的工作移交给理事会。一种激进的建议是，让财政部长参加联邦公开市场委

员会；而另一种更为激进的建议甚至要联邦储备系统把它的全部收入如数上缴财政部，而通过国会拨款来解决它的活动经费。这将使国会对它有更多的控制权。最近，一些参议员已提起诉讼，声称不应允许联邦储备银行行长参加联邦公开市场委员会的表决，因为他们不是由总统任命并经参议院同意的。倘若这一诉案能在最高法院获得通过，那就需由总统任命联邦储备银行行长，从而可能导致任命一些新的联邦储备银行行长，他们将比现在的行长更赞成实施更为扩张的货币政策。

小　　结

1．中央银行不是常规意义的“银行”，它们是从事管理货币存量、充当最后贷款人以防止金融危机以及其他政府任务的机构。

2.中央银行提供诸如掌管银行准备金和为银行清算支票之类的服务，也充当政府的银行，进行发行通货之类的日常业务。中央银行可以为整个银行体系创造准备金。

3．自1913年设立联邦储备系统以来，它已经变得更为集权化。联邦储备系统的现行组织结构如图7·2所示。

4．每家联邦储备银行都有9名董事，他们是根据制衡制度推选的。虽然会员银行在形式上“拥有”联邦储备银行，但

这并不赋予会员银行任何真正涵义的所有权。

5. 联邦储备理事会由7名总统任命的理事组成。他们和5名联邦储备银行行长一起组成联邦公开市场委员会。该委员会控制着联邦储备系统的最重要的工具—— 公开市场买卖业务。

6. 在联邦储备系统内部，理事会主席拥有很大的权力。在外部集团中，政府和国会拥有对联邦储备系统的大部分权力。联邦储备系统的主要代表阶层为金融社团和有固定收入的集团。联邦储备系统在维护它的权力和独立性方面有着自己的利益。

7. 联邦储备系统的独立性是受限制的。长期以来它追随总统对货币政策的总体观点。对联邦储备系统独立性存在着赞成或反对的大量争论。

问题与练习

1.中央银行这个术语是用词不当的,它一点也不像银行。试讨论这一论断对联邦储备系统在多大程度上是真实的。

2. 为什么国家要有中央银行？

3. 最后贷款人的涵义是什么？

4. 试论联邦储备系统的日常职能。

5. 下列机构执行何种货币政策职能？

a．联邦储备银行

b．联邦储备理事会

c．联邦公开市场委员会

6．评论这种观点：“联邦储备银行和货币政策无关，它只是执行联邦储备系统的日常职能。”

7. 联邦储备系统是“制衡”制度的一个例子，试述这种制衡制度的内容。

8. 如何解释联邦储备系统有代表阶层的说法？这些代表阶层是什么？

8

金融结构的现有问题

我们在前几章描述了美国金融机构的作用。在这一章，我们将在描述之外进一步讨论当前出现的一些问题，就像在察看整辆汽车之后，现在应来听听发动机的声音是否正常。金融制度不是静止不变的。实践中出现一些问题，最终会得到解决，但解决问题的办法本身又会引出新的问题。例如，在30年代，设立联邦存款保险公司是对付银行大量倒闭的有效解决措施，但是它导致了银行在70年代和80年代承担过多的风险。最终这个问题也将以某种方式或多或少地得到解决，但它的解决办法还会产生其他问题。

出现的所有问题并非一定是上述这种原因造成的，有些问题的出现是由于经济和技术的变化。在70年代，利率的急剧上升促使人们规避限制存款利率的Q项规则。只要能提供事实上的（虽然不是法定意义的）存款，任何机构都可以得到许多业务。现在，货币市场基金已有了适当的潜在地位，而降低费用的电子记帐将使这种潜在地位转入有利可图的领

域。由于货币市场基金的发展，在 1967 年曾挽救储蓄机构的 Q 项规则从此将销声匿迹。

因而，我们必须接受金融结构日趋演进的观点。我们不能一劳永逸地解决问题，然后就此舒舒服服地过日子。现在的解决措施产生出未来的问题，即使这些措施本身是无害的，但到那时也已变得不合时宜。数学问题有最终的解法，经济问题则没有。即使在短期内，每一种解决措施也会有自己的问题。这是毫不奇怪的，因为，可想而知不可能存在这样的机构，它既要承担其资产负债表上某种资产的风险，又能提供绝对安全的存款服务。

我们不可能在这里讨论金融机构的所有问题，但有三个主要问题值得研究：一是存款保险的危机；二是银行业与其他行业的分离；三是管制结构的问题。

存款保险：过去的成功和当前的问题

在 1934 年，存款保险是对付危机的明显措施。当时，持续的银行倒闭浪潮使银行的数目减少了约三分之一，并且无人知晓还会有多少银行再倒闭。存款保险曾经是一项主要成就。也许即使没有存款保险，1934 年以后的银行倒闭可能极少发生，也可能会有更大的增加，这谁也无法知道。不过，舍此方法而另辟蹊径显然不是一个好主意。

承担过多风险的动机

无论如何，存款保险的原则有一个基本缺陷，它使人产生承担过多风险的动机。假定有一位善良的（或幼稚的）大爷贷给你１万美元去作股票生意。当他告诉你，如果购入的股票升值，你可将收益留下，倘若股票跌价则由他承受损失。那么你就会有购买获利和亏损的机会都很大的风险股票的强烈动机。如果在赌博中只会赢而不会输，那么以家庭农场作为赌注又有何妨。

现在，假设那位大爷不是给你，而是给你兄弟１万美元，仍然让你们留下这笔钱的全部投资收益而不必承受任何损失。那么你就会有和兄弟作出如下协议的动机："如果你让我用这笔钱投资于极具风险的股票，我将付给你一定报酬。"由于你的兄弟并不会遭受任何损失，他将同意这一协定。倘若你的冒险遭到失败，那么受损失者既不是你，也不是你的兄弟，而是那位大爷。这就是存款保险的缺陷。银行有着发放风险贷款的动机，而投保的存款人没有理由反对它这样做。事实上，联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司是在促进承担风险。

已知这个基本缺陷之后，令人感兴趣的问题就不是为什么存款保险现在遇到麻烦，而是在于为什么这种有严重麻烦的措施能如此长久地发展。最明显的原因是，银行并不是完全自主地决定应承担多少风险。银行检查员对此也可发表一些意见，不过这些意见不是很充分的。第一，如第３章所论述的那样，一家大银行是一个复杂的机构，它的总经理能比

检查员更好地了解它。第二，数目越大，事情越好办。当任何一家银行超过限度而承担了其他银行所不承担的风险时，银行检查员可以提出激烈的批评；但是，当大多数银行都这样做时，银行检查员的反对意见就几乎没有多少说服力。例如，在70年代，尽管银行管制机构反对，但银行的资本比率总的说来还是下降了。

第三，假设银行想承担既定数量的风险，并试图发放某种类型的高收益风险贷款。如果检查员制止发放这些贷款，银行仍会继续干下去，改为发放其他风险贷款。检查员再度发现这些风险贷款并最终加以制止。这样一来，银行就会继续进行某些不反映于资产负债表的风险投资活动。因此，我们体验到了俄亥俄州大学的爱德华·凯恩所称的“管制辩证法”—— 堵塞一种漏洞创造了发展其他门路的动机；当这些新的漏洞被堵住时，仍然会产生其他的漏洞。银行管制只能在某种程度上约束对过多风险的承担，但在更大的程度上，它仅仅改变了银行承担的风险的类型，而不是风险的数量。

除银行管制之外，一种似乎可能限制风险承担的因素是，银行经理人员也许愿意放弃某些收益以保证其职位稳定。少量的收益下降通常不致于对经理人员造成威胁；但是，如果银行倒闭，联邦存款保险公司就会解雇其高级管理人员。究竟是不是由于要保住自己职位才使银行经理们不愿意承担风险，实际上是难以判断的，但也许是这样的。

对30年代大萧条的印象似乎也是过去防止承担风险的另一个因素。一位在年轻时经历过大萧条时期银行倒闭的银行家可能多少会提防承担过多的风险。

无论怎么看，联邦存款保险公司对承担风险的资助在过去都不是一个严重的问题。但它在现在已变得很严重。这一变化有着许多原因，而且并不仅仅是由于今天的银行家不曾经历过 30 年代大萧条这一似乎很明显而可能是不相关的事实。

当前承担风险的动机

对承担风险的资助已经成为较严重的问题，因为随着 Q 项规则的取消，整个银行体系更容易承担过度的风险。假定在一个由两家银行组成的银行体系里，一家是稳健的，而另一家则承担了巨大风险；只要该风险银行不能对存款支付较高的利率，那么，它从承担较高风险所得的高收益并不能使它比稳健的银行发展得更快。然而在 1970 年，它被允许按较高利率对大额存单支付利息以吸引大额存款，随后由于 Q 项规则的取消，又使它可以提供较高利率来吸引小额存款。因而它的存款增长可能快于较稳健的银行；结果是，风险银行现在在存款总额中占有更大的比重。[①]

存款流向风险银行的这个问题在银行面临破产时尤为严

① 乍看起来，取消 Q 项规则可能会使银行和储蓄机构以其他方式承担更多的风险。有些人认为，由于存款机构目前对存款人提供了更高的利率，它们想得到更多的收益，因而发放了风险更大的贷款。但这是有疑问的。一家追求利润最大化的银行或储蓄贷款协会，有着发放处于其最高可行性无差异曲线上（以收入为一坐标轴，以安全性为另一坐标轴）那些贷款的动机。它在安全性与收入之间最优的替换关系，与它随后必须把多少收入支付给存款人无关。

重。一家银行不会由于吸引额外资金、并把它们投资于极有风险的高收益资产而遭受任何损失。如果这种冒险能盈利，该银行将趋于繁荣；倘若冒险失败，银行的情况也不会比过去更坏。以受冲击告终并不比痛哭流涕的结局更糟。货币经纪人也助长了这种“全力以赴”的冒险行为。那些企业厂商取出大额存款，将它们分为每 10 万美元一份，并把这些 10 万美元一份的款项存入不顾风险而支付高利率的银行。倘若银行倒闭了，受损失的是联邦存款保险公司，而不是投保的存款人。联邦存款保险公司（以及联邦储蓄贷款保险公司）已经试图制止这种活动，但至今收效甚微。

承担过多风险在当前成为更严重问题的第二个原因是，它已经变得较难为银行检查员所觉察。风险类型已经改变，而银行检查员尚未能完全适应这一变化。发放给风险公司的贷款不再是过度风险贷款的标志。随着利率更为易变，长期证券、甚至没有违约风险的政府债券，对那些负债期限短于资产期限的存款机构已变得更有风险。1980 年宾夕法尼亚第一国民银行之所以几乎破产，主要不是由于发放不稳妥的贷款，而是因为在债券资产方面遭受损失。

国外贷款，尤其是对不发达国家的贷款也增加了。提供给不发达国家的贷款比给予国内公司的贷款更难以评估。国家不公布资产负债表，并且无人知道造成违约的政治压力会有多大。此外，银行利用其控股公司进入其他行业或者通过不列入资产负债表的融资方法承担了新型的风险。更为不稳定的汇率也增加了银行的潜在损失。银行检查员要评估他们不熟悉的这些类型的风险是困难的。在某些场合，尽管缺少

必要的专门知识，储蓄机构已使用它们发放工商业贷款的新权力。

使情况恶化的原因是，现在的银行资本比率低于60年代时的水平，而储蓄机构的资本比率更是低得多。因而，银行以及银行检查员的少许过度乐观就可能引起银行的损失超过其资本，从而使得银行倒闭。

建议的解决措施：改变存款保险制度

采取什么措施能够制止存款机构通过承担较多风险来剥削联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司呢？[①] 可能有助于解决问题（虽然仅在有限的程度上）的办法是，加强监督手段。例如，可以减少联邦存款保险公司目前对银行或储蓄机构终止承保的繁琐程序。

一种更激进的改革可能是把固定保险费改为随存款机构的风险大小而变动的保险费。倘若拙劣的司机必须支付较高的保险费，为什么较有风险的银行不应该也支付更高的保险费呢？出售承担较多风险的权利将把价格机制引入保险制度，这已引起许多经济学家的兴趣。

---

① 谁是最终的被剥削者呢？既然联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司在遇到损失时要提高实际保险费，受不安全机构剥削的就是那些必须付出较高保险费的安全机构，而不是纳税人。如果出现大量的存款机构倒闭，使得美国财政部必须帮助联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司摆脱困境，上述结论仍然正确吗？财政部提供的帮助可能是由幸存机构随后必须支付的较高保险费形成的贷款所组成。倘若如此，则那些承担较多风险而倒闭的机构所剥削的正是这些幸存的机构。

但是还存在着一些问题。首先，至关重要的风险不是存款机构倒闭的风险，而是联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司必须支付大笔金额的风险。这些风险取决于它们能够多快地发现存款机构的不安全而将其关闭。假定一家银行以其90%的资产参加拉斯维加斯的轮盘赌，如果联邦存款保险公司在该银行的资本成为赌注之前就将它关闭，那么联邦存款保险公司就不会遭受损失。但是，测算联邦存款保险公司的潜在损失甚至比测算存款机构资产负债表的风险更为困难。此外，当一家存款机构承担较多风险时，就必须迅速地调整其保险费，待到银行检查员发现时再来调整未免太迟。因此，联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司已经请求国会允许它们在小范围内调整风险保险费。

提高资本比率

另一项建议是要求投保机构保留更多的资本，而在1985年银行管理当局确实提高了银行的法定资本比率。要求更多资本的理由很简单：银行保留的资本愈多，保护联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司的缓冲垫就愈大。此外，较高的资本比率使得投保机构的倒闭以及承担过多风险成为一种更为昂贵的选择。

但这种做法又引起一些问题。银行抱怨说，当银行股票是以低价出售时，它们很难提高自己的股本。一个更为严重的问题来自资本的性质。资本不是银行金库中持有的某种资产。它们是银行资产和银行对其他方面负债之间的差额的会计记录。假设一家银行的资产由已发放的1000万美元贷款所

组成，而它的负债由 900 万美元存款组成。它的资本是多少呢 ?仅由这点资料尚无法作出回答。如果它的贷款是稳妥的，那么它的资本就是 100 万美元，倘若这笔贷款是不稳妥的，并且每 1 美元贷款只能值 90 美分，那么该银行的实际资本就是零。图 8·1 显示了持有全部银行资产一半以上的 57 家大银行的资本比率。其中一条曲线度量资本的帐面价值，即银行资产负债表上的资本数额；另一条曲线则利用对银行资本的更为现实的估计，即以股票市场的计价来度量。这两种资本比率的估算有着相当大的差别。

一种可能的办法也许是迫使银行和储蓄机构以资产的实际市场价值，而不以它们的获取成本记录入帐。但是银行和储蓄机构将强烈反对这样的解决措施。在过去的高利率时期里，倘若储蓄机构被要求以实际市场价格对其抵押资产记帐，那么，大多数储蓄机构都已倒闭了。此外，对许多资产来说，要估计其市场价格是困难的。已被宣告破产的存款机构可以诉诸法庭，对联邦存款保险公司的估价提出异议。

另一个潜在的问题是，如果银行和储蓄机构有较多资本，联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司可能以此作为推迟关闭一家不安全存款机构的借口。银行或储蓄机构倒闭的经济成本，以及它所造成的政治争端往往使人产生延缓处理和期望好转的动机。

对于上述问题，即对于行业的反对、资本度量的困难和管制无力的危险等来说，提高法定资本比率能否真正有助于保护联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司？也许有可能，但它的保护能力不如表面上看来的那么大。

图 8．1　57 家大银行的资本— 资产比率　　以帐面价值度量的银行净则富与股票市场的估价不相一致。

〔资料来源〕迈克尔·基利：《银行和储蓄机构的健全性》；旧金山联邦储备银行：《每周通讯》，1986 年 2 月 21 日，经 3 页。

一个相关的建议是，要求银行持有更多的次级资本，即借入资本。这种借入资本将和原始资本一样保护联邦存款保险公司。它也会使承担过度风险的银行付出更大的代价。因为提供次级资本的债券持有人这时将为自己的债券要求更高的利率，以作为承担较大风险的补偿。可以想见，这些债券持有人不会只考察银行资产的帐面价值；而且，如果他们认为银行的实际资本是零，他们将不会购买它的债券。此外，倘若银行发行的债券突然以较大的折扣进行交易，则对联邦存款保险公司来说，这可能就是一家银行已经变得较有风险而应给予密切关注的信号。但是，当然也存在这样的问题：在资本市场上不知名的小银行将发现，它要出售债券十分困难且费用昂贵。

更多的披露

另一个建议是要求作更多的披露，这已在某种程度上由联邦存款保险公司付诸实施。但是，如果银行必须提供有关资产质量的更多信息（例如，提供大笔贷款给哪些国家），那么它们就会有不把其风险资产引入报表的更强动机。这一解决措施受到来自两个方面的攻击。一些人认为更多的披露可

能会有太大的影响—— 它会引起存款人向银行挤兑。另一些人的意见则相反—— 即使大额存款人也不会对有关他们存款银行的不利报道作出反应，主要是因为他们指望联邦存款保险公司的保护。

降低保险限额

还有一个可能的解决措施是，更多地刺激存款人去监视其存款银行的风险。一种方法是降低保险限额，大约降至５万美元，甚至可降至１万美元；另一种方法是在采取存款承担的情况下仅仅提供部分的保护（正如在第３章里所指出的，当一家即将倒闭的机构被并入另一家稳健的机构时，联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司可能让大额存款人承担一些损失）。

像增加披露一样，这项建议也可能受到两方面的非难。一些人认为，存款人将很少注意损失的危险，这部分是因为他们不能得到银行安全的可靠信息，部分是因为工商业存款人（即大额存款人）主要关心他们从银行得到的贷款和服务。另一些人则担心，存款人将对其存款银行的风险过于敏感，从而在银行遇到微小麻烦时就会倾向于向银行挤兑，因此造成许多银行的倒闭。理想的情况是，存款人将不向银行挤兑，而只是要求银行对其存款支付更高的利率。然而，这种做法似乎不太现实。在濒于倒闭的银行有存款的公司财务主管不会煞有介事地向公司经理说明：他知道该银行有风险，但因为它能支付 2%的超额利率而仍把存款保留在该银行。

此外，降低保险限额或使存款人承担银行倒闭的一些损

失的做法对小银行是不公平的。大多数经验丰富的存款人都认识到，不论联邦存款保险公司会怎样说，它都不可能让任何一家大银行倒闭。因此，如果存款保险被削弱，他们就会产生把存款从小银行转移到少数大银行去的动机。

对存款保险的展望

在这方面，乐观者可能会说，在保护联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司免遭过多风险的问题上，不存在轻易的解决措施；而悲观者则可能说，轻易的或艰难的措施都不存在。或许，更现实的说法就是二者的折衷：存在着缓和这一问题的政策，但它们不能彻底解决问题。

然而，即使承担过多风险的问题得不到解决，它也远远不像我们在没有联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司时将遇到的那么严重。在 70 年代，当利率上升使得大多数储蓄机构实际上无力偿付债务时，倘若没有存款保险，势必引起对储蓄机构的大量挤兑。同样，在没有存款保险的情况下，可以想象银行将会发放拉丁美洲贷款，它们实际上确实这样做了。在 80 年代初期，我们的许多大银行可能会由于挤兑而受损害。伊利诺斯大陆银行的崩溃，以及更早的富兰克林国民银行的濒临倒闭，也可能会触发挤兑，而导致其他银行的倒闭。

这种挤兑未必、也不应该导致货币存量的急剧减少，因为联邦储备系统能以我们将于第 20 章论述的那些方法，向银行提供应付存款外流的追加准备金。从一家银行提出的资金，其大部分无论如何都会再存入另一家银行。因此，倘若没有

联邦存款保险公司，货币存量也不会减少。尽管如此，一些主要银行的倒闭仍然会有极大的破坏作用。而在没有联邦储蓄贷款保险公司时出现的储蓄机构的倒闭，将大大减少存款人的财富。这转而又会由于居民随后减少消费而可能导致经济衰退。

银行业与其他行业的分离

我们在第３章曾经论述了银行怎样利用控股公司介入与银行有密切关系的其他行业。毫不奇怪，银行希望扩展它们可以进入的行业。银行家们认为，银行通过提供各种金融服务（例如出售人寿保险）不仅是增加自身的利润，而且也通过增加竞争来帮助消费者。他们还说，应该允许银行进入其他行业，因为其他行业的企业厂商已获准与银行竞争。西尔斯·罗巴克公司通过其子公司参与了货币市场基金，并且通过对帐户上有余额的信用卡持有人支付利息的方式，在事实上吸收了定期存款。福特汽车公司也在和银行竞争，它不仅发放汽车贷款，而且通过它所拥有的储蓄贷款协会来竞争。

银行介入其他行业的企图遭到这些行业中各企业厂商的强烈反对。它们认为银行受到政府的特别优待，尤其是有存款保险；如果允许银行与其他行业竞争，银行就具有不公平的优势。此外，银行可能更乐意向其附属公司的顾客提供贷

款，并以这种方式进行不平等的竞争。为什么银行更愿意向它们附属公司的其他顾客提供贷款，这还是不清楚的。对银行更有好处的是把贷款发放给同意支付最高利率的那些人。另一种指责是，如果银行介入其他行业，它们就会承担过多的风险。事实是否这样仍难以判断。这不仅取决于工商业的风险，而且也取决于这些风险与银行已面临风险的相互关系。读者可以回顾一下第2章关于资产组合风险的论述。更要认真对待的问题是，倘若银行的附属公司处于倒闭的危险中，银行可能会对它发放风险贷款进行支撑。此外，附属公司的破产还可能导致银行的倒闭。虽然可以制定法律以减少这种危险，但能否完全排除这种危险是不清楚的。

在这场争论中，银行作了许多努力，以便排除银行业与投资银行业之间的障碍。投资银行是建议企业厂商发行何种股票和债券，从而帮助它们增加资本的机构。有时它们也充当企业厂商和社会公众的中间人，即成批购买企业厂商新发行的证券，然后零售给社会公众；另一些时候，它们分配证券从而取得佣金。直到1933年，银行被允许充当投资银行，但随后的格拉斯—斯特加尔法案大大限制了会员银行的证券包销活动。

管制结构的问题

我们管制银行的方式与其说是按逻辑发展的制度，不如说是历史事件和政治妥协的产物。因此经常存在着对其进行改革的种种意图。

“放宽管制的竞争”

管制系统不是一元化的。商业银行和互助储蓄机构可以决定是在联邦政府或是在州政府特许下营业，从而要由州政府或是完全由联邦政府来管制。因此，在 1979 年当纽约州银行官员不允许一家大银行即米德兰海运银行与一家外国银行即香港汇丰银行合并时，米德兰海运银行直接了当地交回自己的州特许证，转而获取联邦政府特许证。不仅一家银行可以选择它的特许当局，而且州银行还可以决定自己是否要成为会员银行。赋予银行决定遵守较严格的联邦银行条例，或是遵守较宽松的州银行条例的权利，看起来是奇怪的。

银行还可能使一家监督机构反对其他监督机构。许多经济学家认为，既然管制机构都不希望失去对银行的监督，它们就会以放宽其管制的严格性互相争夺银行。这种“放宽管制的竞争”引起那些关注银行获准承担过多风险的人士的许多批评。

决不是所有经济学家都同意这种所谓的“放宽管制的竞争”是坏事。许多经济学家认为，这种做法可以对管制者施加的过严管制及阻挠承担太多风险的固有倾向提供一种有益的平衡。银行管制者有着较严格行事的动机，这是因为，如果他们允许银行进行某些活动而导致银行的倒闭，他们就会受到责备；但是，倘若他们阻止某些实际上相当安全的行为，例如发放一种安全的新贷款，他们却不会受到社会公众的指责。当他们制止这种活动时，没有人会发现该活动的安全性。只要银行管制者这种自我奖罚制度的偏向大于由银行业压力及管制者对银行“友好”的趋势所形成的倾向，管制者就会趋向于过度严格的行动，因而在管制机构之间的某些竞争就是合乎需要的。例如，如果所有的存款机构都由单一的政府机构管理，可转让提款单就不可能发展起来。

国会时常通过一些议案，以取消一家或更多的联邦管制机构的办法来限制“放宽管制的竞争”。这大概还会有减少复杂性或重复工作的优点。一种解决措施是把对联邦银行的监督权集中于单一的政府机构。但是应集中于哪一家呢？州银行不愿意由国民银行的上司，即货币监理官来管制；非会员银行也不愿意由联邦储备系统来管制。在某种程度上，选择联邦存款保险公司应该是合乎逻辑的，因为银行倒闭时它必须支付全部赔款。但正是这一事实可能使它过于谨慎。因而某些经济学家建议创立一个新机构，它除了管理银行之外没有其他职能。但其他经济学家则担心这种机构可能被它所管制的银行业所支配。

一个相关的问题是联邦储备系统在银行管制中的作用。

目前联邦储备理事会把许多时间花在这项工作上。所以，一些经济学家认为它应该摆脱这些职责，以便它能把更多的时间用于制定货币政策，也可使它减少由于对银行的特别关注而影响其货币政策。但是联邦储备系统则认为，在监督银行时获取的信息有助于制定货币政策。

国会在管制中的作用

在一般意义上，国会也是银行和储蓄机构的管制者，因为它制定银行经营所应遵循的法律。理想的情况是，国会能够高瞻远瞩，依据情况变化而迅速修订法律。但事实不是这样。国会不愿改变银行法律，而只有在受到巨大压力时才会这样做。法律的任何变动，如允许银行出售保险、准许成立州际银行成取消Q 项规则，都会损害一部分人的利益。这时，他们会怨声载道，并扬言在下届选举中要支持那些反对修订法律的议员。因拟议的法律修订而受损失者的反对意见，似乎有可能被国会议员从这种修订的受益者得到的潜在支持完全抵消。然而，情况并不是这样。人们对于夺走自己某种好处的那些人感到气愤；但对给予自己某种好处的那些人，却认为他们仅仅做了显然是公平合理的事。所以国会不愿意考虑银行立法是不足为奇的。

因此，国会对能为所有有影响力的集团提供净利益的银行立法更感兴趣。例如，当国会逐步取消储蓄贷款协会所拥护的Q 项规则上限时，又允许它们转为提供可转让提款单服务。立法者的任务是寻求某种妥协，以便每一个人即使不能称心如意，但也不会反对。这里的问题是，在这些讨价还价

中，人数众多的社会公众的利益很可能被搁置不顾。对大多数投票人来说，金融改革是一个涉及面极广的神秘问题。因而，国会议员在捍卫社会公众利益而不是有关行业的利益时成效甚微。

寻求一个各个利益集团都能接受的妥协方案的困难，不是金融改革速度放慢的唯一因素。参议院银行委员会和众议院银行委员会的主席必须随时对他们之间的任何分歧作出妥协，假定参议院银行委员会主席希望有一项包括X和Y的法律，而众议院银行委员会主席仅需要X而不需要Y。尽管双方都需要X，该法律仍然可能无法通过，因为参议院银行委员会主席错误地认为，他可以坚持X和Y两者而迫使众议院银行委员会主席也赞同Y。此外，还有另一种障碍，为了形成法律，必须得到总统的支持，而这不是可以轻而易举地办到的。

小　　结

1．存款保险使存款机构产生承担过多风险的动机，近年来这已成为更加严重的问题。

2．对承担过多风险提出的解决措施是：根据风险大小决定保险费；要求更高的资本比率；要求更多的披露；减少大额存款人目前所得到的保护。所有这些解决措施都有着自身

的问题。

3. 银行希望能获准在其他行业拥有附属公司。那些已进入其他行业的附属公司遭到反对，理由是：这些附属公司将使银行承担过多的风险；银行由于存款保险得到一种不平等的优势；以及银行将会要求借款人成为其附属公司的顾客。

4. 银行管制权分散在几家机构之中，因而削弱了银行管制者的权力。由不同利益集团以及内部问题造成的压力使得国会对已出现的管制问题反应迟缓。

问题与练习

1. 为什么存款机构会有承担过多风险的动机？其他企业厂商是否有类似的动机？

2.解决承担过多风险问题的建议包括使联邦存款保险公司的保险费取决于风险大小，以及要求银行保留更多的资本。这些建议面临着什么困难？

3. 为什么近年来承担过多风险的问题变得更为严重？

4. 试述“放宽管制的竞争”的赞成和反对理由。

5. 何种因素妨碍了国会对银行立法的有效行动？

第 2 篇

货币的供给

9

货币的度量

第１章以相当概括的术语对货币作了定义，现在，我们要较为具体地进行解释，而且还要分析货币应当怎样度量。

归纳方法和实证方法

定义货币有两种主要方法。一种叫做归纳方法，它实际上是一种哲学方法，侧重于货币的特性。它寻求能使货币区别于其他事物的单一特征,然后根据这个特征对货币下定义。这就是我们通常定义某一事物的方法。

这里的问题是，什么是货币的那个显著特征呢？简单的答案是，货币具有交换中介的职能。这个职能对于货币是唯一的；其他事物都不能作为一般交换中介。相反，贮藏财富的职能并非货币所独有 ;货币与许多其他事物都有这个职能。

因此，归纳方法把货币定义为普遍接受的交换中介。[①]

货币的归纳定义有一个优点，它至少在抽象意义上，对属于货币的物品和不属于货币的物品提出了一个相当明确的区别：可以正常用于支付的物品，如活期存款和旅行支票，都是货币，而定期存款则不是。因此，这种方法把货币定义为M_1。

货币的归纳定义侧重于货币的独特方面，也就是强调其本质，而与之相对立的实证定义却强调使货币供给具有重要意义的方面。货币对政策来说是很重要的，这有两个原因：其一，货币供给的变动对于名义收入有主要的影响，大多数经济学家甚至认为有主导性的影响。其二，联邦储备系统可以控制货币供给。既然经济学家们对于政策深感兴趣，所以，对他们来说，政府可以控制的变量显然比其他变量比如期望更为重要，期望变量对名义收入也有重大影响，但它却是不容易加以控制的。

因此，货币的实证定义不是按货币的任何内在特征，而是把它定义为流动资产或者流动资产的集合，这些流动资产具有下列特点：(1)对名义收入具有最大的可预测影响；(2)可以由联邦储备系统加以控制。

许多经济学家，或者说大多数经济学家都认为，与收入关系最密切的货币度量是M_1，但是有些经济学家认为，更广义的货币度量，如M_2或M_3（见表9·1），与收入关系更为密切。就可控制性的标准而言，M_1也许可以更为准确地控制，

① 价值标准的职能对于货币也是唯一的。但是我们不能用它来定义货币，因为它是抽象的而不是具体的。因此，下面这些问题，比如说，去年的价值标准是否以5%的比率增长，或者定期存款是否包括在价值标准当中，都是没有意义的。

但它们之间的区别可能并不是很大。

哪一个定义更好呢？是实证定义还是归纳定义？那些坚持归纳定义的人认为，实证定义是不恰当的，因为它忽略了货币的本质，并且会反复不定地变动。比如，它有时把货币定义为M_1，有时又定义为M_2，取决于何者显示出与收入具有最密切的关系。这一点在归纳定义的支持者看来是太随意了。此外，实证定义的倡导者对于哪一种货币存量标准是控制收入的最好“把手”的问题还存在着意见分歧。另一方面，实证定义的支持者并不认为货币定义不时改变有什么不好，

表9.1 货币的度量 (1986年3月)

	10亿美元（未作季节性调整）	%
M_1		
通货	172.3	27.3
旅行支票	5.8	0.9
活期存款	267.2	42.3
其他可开列支票存款	185.3	29.4
合计	630.6	100.0
M_2		
M_1	630.6	24.3
小额定期存款	891.8	34.4
货币市场存款帐户	520.5	20.1
储蓄存款	306.5	11.8
货币市场互助帐户（通用目的或经纪人与证券商）	186.3	7.2
隔夜回购协议	50.3	1.9
隔夜欧洲美元	16.2	0.6
综合调整	−8.7	−0.3
合计	2593.5	100.0

表 9.1　货币的度量　　(1986 年 3 月)

	10 亿美元(未作季节性调整)	%
M_3		
M_2	2593.5	79.5
大额定期存款	450.7	13.8
定期欧洲美元	80.4	2.4
定期回购协议	71.4	2.2
货市场互助基金 (仅限于存款机构)	70.2	2.2
综合调整[a]	−6.9	−0.2
合计	3259.3	100.0
备查帐户		
交易帐户		
商业银行	413.3	15.6
储蓄机构	60.0	2.2
非交易帐户		
商业银行	1135.2	42.9
储蓄机构	1035.0	39.2
合计	2643.5	100.0

注:不包括个人养老金帐户 (IRA) 和 Keogh①,上述项目的详细资料可参阅资料来源。

a:为防止重复计算而作的调整。例如,储蓄机构将自己的存款的准备金存入商业银行,这种存款不能列为 M_2。

① Keogh 是对那些不组成股份公司而自我雇佣的人所实行的延迟付税退休计划。这些人包括独资经营人、合伙人或服务于私人的律师、医生、会计师、作家、护士、不动产代理人、店主和农场主等—— 译者注。

〔资料来源〕 联邦储备理事会公布资料H.6,1986年3月15日。

而且他们当中每一个人都相信，自己有充分的根据可以使人们在M_1和M_2中进行选择。

幸运的是，这种分歧并不重要。它实际上是关于如何使用“货币”这个词的争论，而不是关于经济如何运行的分歧。因此，我们可以接受货币的归纳定义为M_1，但是，如果事实证明M_2对收入更有可预测性影响，那么我们就可以主要考虑或论述M_2。倘若不愿意使用M_2的话，也可以运用“货币”之外的其他术语，比如说使用“钱”这一术语。另一方面，人们也可以赞同实证定义，并且把“货币”表述为M_2，只要充分意识到下列事实，即作为交换中介的物品有着独特且令人感兴趣的特征。

货币的度量

表9·1表示对联邦储备系统所定义的货币的各种度量。当然M_1和M_2是最重要的。M_3只是偶尔用到。

M_1，有时称为“狭义货币”，包括那些可以立即花费的项目，即现金、旅行支票、存在商业银行及互助储蓄银行和储蓄贷款协会的那些可以据以开出不限额支票的存款、以及在信用社的股份票据。

M_2也叫作“广义货币”，它是在M_1之外再增加一些几乎

与可开列支票存款具有相同流动性的几个项目。这些项目包括小额定期存款，也就是小于10000美元的定期存款，它通常可以按少量罚金的条件随时转换成现金；还有货币市场存款帐户，它是定期存款，但是可开出数量有限的支票。还包括储备存款，即只要把存折交给银行就可以兑现的存款；在货币市场互助基金中的股份票据。它一般可以接受对自己开出的最低金额为500美元的支票；以及可以在隔夜赎回的隔夜回购协议和隔夜欧洲美元存款。

大额定期存款虽然通常是可流通的，而且可以在二级市场上出售，但不能随时取回。因此，它们属于M_3而不属于M_2。M_3还包括时间超过隔夜的欧洲美元和回购协议，以及在货币市场基金中有关团体而不是社会公众的股份票据。

图9·1表示近几年的M_1、M_2和M_3的状况，并反映了它们在增长率方面的重大差异。因此，如何定义货币的确是非常重要的。

图 9.1　1960—1985 年的 M_1、M_2 和 M_3 的增长率在不同时候，用不同标准度量的增长率是有差别的

〔资料来源〕 联邦储备理事会：《货币存量修订》，1986 年，表 1。

其他的定义和货币替代物

联邦储备系统当前使用的货币定义并非不可变的。随着金融制度的变化和新的金融工具的产生，联邦储备系统也可能改变这些定义，即使现在它们也受到批评。例如，一些经济学家就对联邦储备系统对待货币市场基金的态度感到不安。

不管我们采用什么方法来定义货币，都会有一些准货币存在。它们和货币很相似，并使得对某些叫做“货币”的物品的度量带有一定随意性。这里的最明显例子就是信用卡。我们可以把信用卡的信贷额度看成是持有货币的替代物，或者也可以把它看成货币本身。信贷额度，比如信用卡所提供的额度，在能够提供一个虽然不是很普遍但却十分广泛的可接受交换中介的意义上类似于货币。但是它们在一个重要的方面又有别于货币，即：货币是个人财富的一部分，而信贷额度却不是，例如，人们还不是宁愿收到一张 1000 美元支票作为礼物，而不愿把信用卡的上限提高 1000 美元？

同样，许多美国银行采用了英国银行的通行作法，即扩

大透支优惠。这使得某些顾客开出支票的金额可超过其活期存款数额，而且这些透支被当作自动贷款。

另外一个麻烦的问题产生于欧洲美元。既然大多数的欧洲美元存款由大额定额存单构成，那么，它们最多只能属于M_3，而不属于M_1或M_2，而且它们或许应该被视为短期证券，而不是“货币”。更一般地说，孤立地讨论美国货币存量有意义吗？一些经济学家指出，大公司可以持有外国通货来满足其交易余额的需要，它们只须在进行美元支付之前通过外汇市场出售这些外国通货。

按加权总和度量货币

或许，解决的办法是以更复杂的方式来度量货币。到目前为止，我们的讨论仍限于简单的二分法：某一项目是货币或者不是货币，不存在中间性的任何关系。但这是一个很粗糙的办法。为什么不考虑这样一个明显的事实：对货币的实证定义来说，那些包括在货币中的项目和其他高度流动性资产之间的差别是一个程度的问题，而不是种类的问题？这就说明，我们必须度量货币的各个组成部分的加权平均数，而不是它们的单一总值。举例说，我们可以把通货的权数定为1，储蓄存款的权数定为0.3。随后的问题就是找出某种方式来分配各个货币组成部分的适当权数。这里有一个方法，叫

做“货币服务指数”方法，就是以货币资产所支付的利率作为货币性的（反比）度量。金融资产具有两种收益：流动性（即货币性）和利息收入。在均衡状态时，资产的可觉察总收益必须相等；某一资产所付的利息越不是直接的，它以货币性表示的内含收益就要越大。因此，我们可以用某种资产支付的利率作为其货币性的（反比）权数，然后就可以通过这种方法对不同资产进行加权，从而把它们结合为一个货币性总额。这种方法仍在试行之中。

改进货币的度量

迄今为止，我们已经讨论了定义及度量货币的一些概括性问题。现在我们要进行更为具体的分析。把活期存款当作货币存量的一部分是比较容易的，但我们真的要包括所有的活期存款吗？事情并不是这样。我们对于货币供给的规模感兴趣，并非因为这种知识会使一个人的低劣生活变得高贵起来，而是因为货币供给的变动会带来支出的变动，从而带来名义收入的变动。这说明我们应当仅仅把那些会影响支出的存款包括进来。

随后的问题是，联邦政府的存款不应当计算在内。联邦政府的支出完全不受财政部货币持有量的影响。它们是由国会授权预算决定的，而且在某些情况下，要由经济行为所决

定。美国财政部从未因为货币不足而在支出方面受到约束——它总是可以进行借款。正因为这个原因，美国政府存款（但不包括州和地方政府存款）被排除在货币供给之外。

被排除的另一个项目是各银行的库存通货（现金）。我们之所以排除这一项目，是因为它不会影响银行的支出。由于同样的原因，银行同业存款也要予以排除。另外，我们还排除了处于收款过程中的现金项目，即正处于结算过程中的支票，等等。这样做是基于下述的假定（可能是有疑问的）：那些开具支票的人已经把这些支票从他们的未清偿余额中扣除了，而影响支出的存款则是人们认为他们拥有的那些存款。

数据的可信程度如何？

现在，我们遇到一个棘手的问题。对货币供给增长率的早期估计非常落后。我们得知这一点的途径是，最初公布的资料随后都要作重大的修订。表 9·2 说明了这一点，表中列示了在 1983 年 2 月所做修订的结果（这样的修订在整个 5 年期间都存在）。这种修订的结果是，货币增长率的平均绝对变化率，对于 M_1 是 4%，对于 M_2 则为 2%。这正好相当于扩张性货币政策和紧缩性货币政策之间的差额！因此，对货币增长率的估计误差会导致对实际情况的歪曲或曲解。例如，在 1978 年 3 月，有关数据表明几个月来的货币增长率受到极大

的阻碍，以致一些经济学家认为它将导致经济衰退。但是，当这些数据很快加以修订后，经济衰退似乎不再可能发生了。

有关数据要在几年之后经过彻底修订才是可信的，这一问题会有两个主要影响：第一，如果数据表明货币在短时间内以很高的不适当速度增长时，我们不必感到忧虑。过了一段时间，比如说3个月或6个月，误差将由于平均而消失。但是，在许多报纸上公布的每周货币存量增长的资料，很可能要有重大的修订。如果加上每周的实际货币增长率在任何情况下都会极不稳定地波动的事实，那么，在没有补偿社会价值的最高法院标准下，报刊上公布的每周货币存量数字就会按照宪法而被禁止，因为它们没有起改善作用的社会价值。第二，联邦储备系统不得不基于初步数据来制定当期的货币政策。既然这些数据未能给出当前货币增长率的可靠说明，也就难以指望联邦储备系统会实现它所期望的某个明确的增长率。

表 9．2　货币增长率：旧序列与修订的序列

期　　间	Ma^2		M_2^a	
	旧序列	修订的序　列	旧序列	修订的序　列
1981 年 12 月— 1982 年 1 月	23.1%	21.5%	13.0%	10.6%
1982 年 1 月— 1982 年 2 月	－3.4	0.5	4.5	3.8
1982 年 2 月— 1982 年 3 月	2.7	1.6	11.8	9.0
1982 年 3 月— 1982 年 4 月	11.5	1.9	10.5	4.2
1982 年 4 月— 1982 年 5 月	－2.4	8.6	11.3	10.5
1982 年 5 月— 1982 年 6 月	－0.3	2.7	6.8	9.5
1982 年 6 月— 1982 年 7 月	－0.3	2.7	10.3	11.0
1982 年 7 月— 1982 年 8 月	10.9	10.8	15.3	15.5
1982 年 8 月— 1982 年 9 月	14.9	13.6	5.2	8.8
1982 年 9 月— 1982 年 10 月	22.6	15.5	8.3	8.1
1982 年 10 月— 1982 年 11 月	18.3	14.4	12.2	9.9
1982 年 11 月— 1982 年 12 月	9.2	11.4	7.9	9.1

a:按复利计算的年变动率(已作季节性调整)。

〔资料来源〕　圣路易斯联邦储备银行:《货币趋势》,1983 年 3 月 3 日,第 1 页。

产生误差的主要原因在于货币数据,如同大多数经济统计一样,它们必须进行调整以适应季节性波动。例如,货币需求在圣诞节时总是会增加,为了减少利率的季节性波动,联邦储备系统将调整货币供给以适应需求的这种季节性波动。为

了防止供应的季节性变化造成数据失实，每月的货币存量必须除以一个季节调整因子，以抵消这些季节性波动。如果各个季节的情况是固定的，那么这就是一个不会产生重大误差的简单过程。但是，各个季节的状况是不稳定的，例如，在某一年，社会公众感到比较繁荣，圣诞节时的货币需求会大于他们感到悲观的其他年份，因为那时他们不会那么慷慨。很明显，这样一种易变的季节性状况较难进行调整，而且，如果季节性变动很大，那么季节性调整也可能导致较大的误差。

如果货币存量水平的误差是固定的，例如，货币存量总是被高估比如说 5%，那么，这些误差就没什么关系，因为它们不会影响货币增长率，而只是货币增长率才对预测收入的变动有影响。不幸的是，情况并非如此。如果季节调整因子的误差在某一个月是正值，那么它在另一个月必定是负值，因为在全年中的季节调整因子要互相抵消。

货币增长的数据这样糟糕的一个原因是，货币存量估计中的较小百分比误差，纯粹从算术角度来看，可能在估计短期内货币将以多快速度增长时导致非常大的百分比误差。例如，假定实际货币存量在月初为 10000 亿美元，而在月底为 10040 亿美元。这里，按年计算的增长率大约是 4.8%（0.4% 乘以 12）。但是，假定月底的货币存量被错误地估计为 10060 亿美元，这时只是 0.2%的误差，增长率却大约为 7.2%而不是 4.8%。数据所涉及的期间越短，增长率（以年增长率表示）的误差就越大。实际上，这些误差是由于对期初或期末货币存量进行估计时的很小误差所引起的。

有些人试图度量货币的增长速度，他们不仅要考虑数据

的误差，还要担心那些造成货币增长率不断变动的不稳定的、从而在实质上是无意义的因素。许多观察货币增长率的人士对这种不稳定的、似乎很快会消失的变化不感兴趣，而只想知道实际的货币增长率是多少。因此，有一项研究提出了以下问题：假定估计的货币增长率是 X%，而人们要设定一个间距范围，以便实际增长率有三分之二的可能性落入这一范围。那么，我们应当对 X%加上或减去多少才能达到这个区间呢？这个数值可以通过统计上的“标准差”计算得出，其结果如表 9·3 所示。为了说明该表的意义，假定 $ 的每月估计增长率为 6%。这里，6%应该解释为最好的一种猜测，它有三分之二的可能性使得真实增长率介于 1.5%和 10.5%之间。由于 1.5%的增长率代表一种高度紧缩政策，而 10.5%的增长率则为高度扩张性政策，这样，该表所表示的每月增长率没有什么意义。但是对半年期间来说，围绕估计的 6%增长率的间距范围仅为 5.2%到 6.8%，所以跨越半年期间的货币增长率则是很有意义的。

表 9.3 货币增长率的标准差

	M_1	M_2
每月	4.5%	3.5%
每季	1.7%	1.3%
半年	0.8%	0.6%

〔资料来源〕 大卫·皮尔斯：《货币总量的趋与噪音》，联邦储备理事会：《新货币控制程序》第 1 券，华盛顿，1981 年，第 11 页。

小　　结

1.对货币下定义有两种基本方法。归纳方法侧重于货币的实质,从而导出M_1定义。实证方法强调与名义收入最为相关的货币资产的集合,这些货币资产较易被联邦储备系统控制。

2.M_1被定义为通货、可开列支票存款和旅行支票。M_2是M_1加上储蓄存款、小额定期存款、货币市场基金股份票据、隔夜回购协议和隔夜欧洲美元存款。M_3是在此基础上再加上大额定期存款和长期回购协议。

3.欧洲美元和信用卡在度量有意义的货币总额时会产生问题。度量货币的一个方法是,通过对各个组成部分赋予不同的权数再加以汇总。

4.联邦政府存款、库存现金、银行同业存款和结算收款过程中的现金项目不包括在货币之内。

5.公布的数据过一段时期都要作重大修订,这主要是因为季节性调整的误差所致。

问题与练习

1.写一篇小论文表示赞同：

a.货币定义的归纳方法

b.货币定义的实证方法

2.试描述会导致货币定义改变的联邦储备系统或联邦存款保险公司的有关规则的变动。

3.请解释为什么联邦政府存款、库存现金、银行同业存款和结算收款过程中的现金项目应排除在货币供给之外。

4.食品券是否应该包括在M_1或M_2之中？

10

货币的创造

考察了货币定义之后，我们现在将转而讨论货币的创造。这里核心的问题是，货币的最重要形式—— 可开列支票存款，是由存款机构创造的。特别是，这些机构进行着多倍存款创造。这就是说，当某人存入 100 美元通货，或比如说 100 美元的美国财政部支票，那么，总存款的增加将大于 100 美元。这样说法是不清楚的。所以，在阅读这一章时，应当力图了解所涉及的原理，而不能对数字举例及算术关系感到厌倦。在直接讨论可开列支票存款怎样被创造之前，我们先来看看其他货币形式即通货的本源。

通货创造

流通券（美元钞票等）创造的第一个步骤是由美国财政部

的一个下属机构即印刷和制版局制造出流通券，然后把它们“出售”给联邦储备系统，后者通过贷记财政部的帐户对这些流通券进行支付。随后，当某家银行需要通货时，该银行就通知联邦储备系统，由后者运出通货，并借记该银行的准备金帐户。而后，该银行通过对顾客进行支付，把这些通货投入流通。到这时，通货到了非银行的社会公众手中，它就成为货币供给的一部分。硬币也正是按这种方式变为货币的。

因此，流通中的通货数量取决于社会公众想要持有多少通货。社会公众可以随时把他们持有的可开列支票存款变成通货。货币政策并非通过直接控制通货数量而实施的，相反，它是通过控制银行准备金来控制存款供给。①

多倍的存款创造

当某人存入１美元通货，就会形成几美元的存款。这看起来很奇怪，因为这好像是无中生有。但是当我们考察了存款的实际情况之后，这种困惑就会消失。

① 这是有充分理由的。假设，为了限制货币供给，联邦储备系统不向银行提供追加的通货，那么，银行就不能满足支付所要求的活期存款的法定义务，从而将被迫停业。相反，如果联邦储备系统试图通过增加流通中的通货来提高货币供给，它并不是把这些通货送到社会公众手中；即使它可以这样做，社会公众也会把通货存入银行从而摆脱它的控制。

存款的性质

存款实际上是什么？它不是像通货那样的实体物质，而仅仅是以银行帐簿上一笔分录为凭的一种财产权利。我们看不见存款，也不能把它拿在手上，就像我们不能把法律诉讼权利或某人的承诺持在手里一样。这是容易误解的，因为当我们说到某人提取存款，并把存款换成通货时，它肯定是一个有形的物品，即被提取的通货。但是，当我们"提取存款"时，实际所做的是，把我们从银行收取未来支付的权利与现在的通货相交换。当银行创造存款时，它们与最高法院创造新的法律的权利一样，并不是无中生有。在这两种情况下，所创造的物都没有实体形态。记住这点很重要；否则，下面关于存款创造的讨论将是难以理解的。

两个特例：100%的准备金和100%的通货提取

作为多倍存款创造的另外一个初步论述，我们举两个特殊的实例，其中没有创造多倍的存款，但它们能提供一个线索，说明在更为现实的情况下为什么会发生多倍的存款创造。

100%的准备金 第一个特殊例子是，法律以其绝对权威要求银行对活期存款保持100%的准备金。这时，如果某人存入10000美元通货，那会出现什么情况呢？我们可以用一个T形帐户来较好地理解，这个T形帐户代表银行资产负债表的简化形式，它把其他的项目都加以省略，仅仅列示我们现在所要考虑的项目。这时的T形帐户表示为：

(1)

资产		负债	
通货	$ 10000	存款	$ 10000

该银行现在处于平衡;它刚好保留了法律规定对其存款必须持有的准备金。这里有多倍的存款创造吗?当然没有。创造出的10000美元存款正好用作10000美元通货的准备金。这时的比率是1∶1,并没有产生任何倍数。

只有通货放款　现在假定另外一种不实际的情况,其中法定准备比率比如说只是20%,但是借款人获得的贷款完全是以通货形式取出,并继续持有这些通货。在这种情况下,由于规定的准备比率少于100%,上述的T形帐户就不代表银行的平衡状况。银行可以把原先的10000美元存款借出8000美元,或者购买8000美元的证券,它只保留其余的2000美元作为存款的准备金,从而增加它的盈利。现在,当银行发放贷款之后,其T形帐户如下所示:

(2)

资产		负债	
通货	$ 2000	存款	$ 10000
未清偿放款	$ 8000		

该银行现在处于平衡;它正好持有对其存款所必需的准

备金（通货）。但这时仍然没有多倍的存款创造：银行原先收到10000美元通货，即准备金，并有10000美元存款余额，所以，存款对准备金还是以1∶1的比例增长。

如何产生多倍存款创造

现在要抛弃借款人或证券出售人以通货形式持有该贷款的假定。这基本上是不可能的，因为某人之所以要借款和支付利息，就是要运用这些货币进行购买。而且不管他或她向谁购买，卖主也不可能持有通货，而要把这一资金存入银行或其他存款机构。首先我们可以假设，作为最初可能发生的情况，所有的销售收入都将存入银行（我们将在下文变动这个假设）。我们接着假设准备金比率为20%，公众不增加其储蓄和定期存款，而是把他们所收到的全部资金存入交易帐户。最后我们假设，存款机构把可获得的全部准备金都用于发放贷款或购买证券，而不持有任何闲置的准备金。

假定某人现在把向联邦储备系统出售证券所得的10000美元支票存入A银行。当这一支票清算后，该银行的T形帐户如下：



(3) A银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	＄10000	存款	＄10000

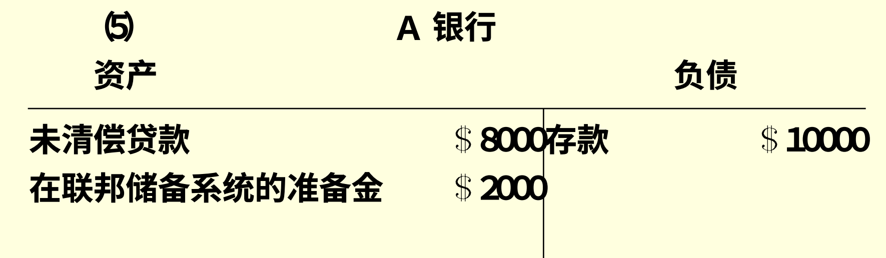
如同前面的例子，由于该银行相对20%的法定准备还有

8000 美元的剩余，它就增加贷款，并且把贷款金额记入借款人的存款帐户。其 T 形帐户为：

(4)　　A 银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	$ 10000	存款	$ 18000
未清偿放款	$ 8000		

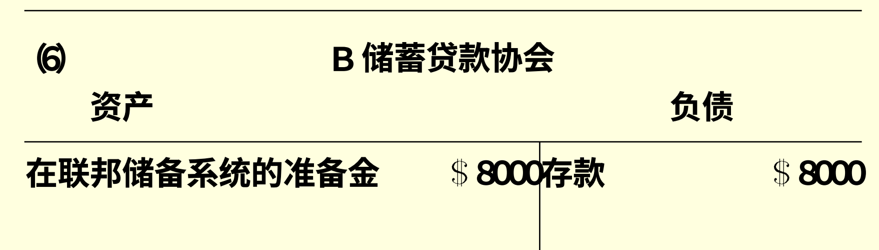
借款人不会使贷款闲置，而要用它进行购买。比如说，当卖主现在把所收取的 8000 美元支票存入 B 储蓄贷款协会时，后者又会把该支票送到联邦储备银行去清算。经过清算，A 银行的 T 形帐户如下：



(5)　　A 银行

资产		负债	
未清偿贷款	$ 8000	存款	$ 10000
在联邦储备系统的准备金	$ 2000		

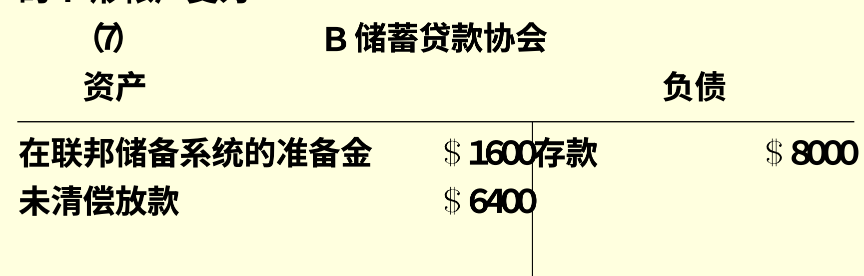
A 银行的准备金为 2000 美元，现在正好足够支持未清偿的 10000 美元存款，所以它处于平衡。然而，B 储蓄贷款协会现在收到了 8000 美元存款和准备金，这使它的 T 形帐户如下：



⑹　B 储蓄贷款协会

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	＄8000	存款	＄8000

但是，B 协会没有必要对其存款保持 100%的准备金，它只需保留 1600 美元的准备金（8000 美元×20%）而把其余的 6400 美元用于发放贷款或购买证券。当借款人或证券出售人花费掉这 6400 美元，其收款人就把支票存入 C 银行，C 银行又会把支票送到联邦储备银行去清算，结果 B 储蓄贷款协会的 T 形帐户变为：



⑺　B 储蓄贷款协会

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	＄1600	存款	＄8000
未清偿放款	＄6400		

B 现在处于均衡，正好持有所需的 1600 美元准备金，而没有更多。但 C 银行又会延续这一过程，它收到 6400 美元的存款和准备金，同样只是保留 20%（即 1280 美元）作为 6400 美元存款的准备金，而把 5120 美元用以购买证券或发放贷款，这样，按现在的类似过程，它将变成在 D 银行的存款，从而 D 银行又可以贷出 80%，即 4096 美元，接着它将变成在 E

的存款,而该存款机构将再以其中的 80%用于发放贷款或购买证券。[1]

在这个过程中,该系列的每一个存款机构都在创造存款;A 的存款为 10000 美元,B 为 8000 美元,C 为 6400 美元,D 为 5120 美元,E 为 4096 美元,等等。换句话说,出现了一个多倍存款创造;银行准备的初始增加带来一系列接踵而至的存款。这种现象有二个显著的原因:第一,没有一个存款机构保留 100%的存款准备金;第二,当每个机构发放贷款或购买证券时,它们失去等量的准备金。但是,它们失去的这些准备金并不是化为乌有,而是进入另一些存款机构,再由后者用于扩大贷款或增加证券持有额。

存 款 乘 数

多倍存款创造的总数是多少?在这里我们得到如下一个级数:$1000,$8000,$6400,$5120,$4096,等等。每个数字都是前一数字的 80%(当然,20%的准备比率并无什么特殊之处,它只是任意选择的一个数字。如果选用 50%的准备比率,则存款序列就是$10000,$5000,$2500,$1250,……),这样一个序列构成一个等比级数:

$$R[1+(1-rr)+(1-rr)^2+(1-rr)^3+\cdots],$$

其和为:

$$D=1/rrR,$$

这里 D 代表存款,rr 是准备比率,R 是 A 银行获得

① 作为一个练习,请写出 C、D 和 E 的 T 形帐户。

10000 美元存款时产生的准备金初始增加。在 20%的准备比率条件下,存款创造总额为 (1/0.2) × $10000,即等于 50000 美元。所以,这里的存款乘数 (1/rr) 是 5。存款乘数是每 1 美元准备金变动引起的存款变动。(不同于凯恩斯乘数。凯恩斯乘数把某些自发性支出项目如投资与收入联系起来,而存款乘数则是把准备金与存款联系起来。)

下面是 50000 美元存款创造的另一种解释方式。存款机构进行贷款,减少的准备会转给另一个存款机构,然后后者再进行贷款,如此等等;这一过程要延续到初始的 10000 美元的额外准备金全部都变成法定准备金为止。(当然,严格地说,这个过程是不会停止的,但我们可以通过四舍五入截止到最近似的美元值。)如果法定准备比率为 20%,那么,当所有的 10000 美元都变为法定准备金时,存款必定等于法定准备金的 5 倍,也就是 50000 美元。

到此所述的情况,在某种条件下似乎是不现实的。B 银行收到 8000 美元的准备金和存款,然后恰好发放 6400 美元的贷款。显然,它不会恰好贷出那个数额。实际上,银行不会着眼于个别的准备金和存款收入,然后贷出这些特定收入的 80%。其实,银行都有由于大量存款交易形成的不断的流入和流出。每天早晨,银行要检查前一天准备金的总流入和总流出,估计当天可能发生的主要变化,然后再决定它应该扩大或是缩小贷款与投资。因此,把个别贷款与个别准备金收入密切相联是没有根据的。其结果是,在准备金的获取与存款的充分扩张之间可以有一个很大的时滞。

多倍的存款紧缩

现在来分析相反的准备金减少情况。在这时，假设准备比率是 25%，这样我们的数字将有一些变动，并仍然假定不持有超额准备。当 A 互助储蓄银行的一位顾客从联邦储备银行购买 10000 美元的证券，通过支票的清算，联邦储备系统就会借记 A 银行的准备帐户。其 T 形帐户现在如下：

⑻ A 互助储蓄银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	－＄10000	存款	－＄8000

但是，既然 A 银行对 10000 美元存款仅仅保留 2500 美元的准备金，它还短缺 7500 美元的准备金，它必须通过出售证券或收回 7500 美元贷款予以弥补。当 A 这样做了，而且它所收到的支票被贷记其帐户时，它的 T 形帐户 (兼顾到初始交易和新交易) 就变为：

⑼ A 互助储蓄银行

资产 负债

	－＄10000	存款	＄8000
在联邦储备系统的准备金	＋＄7500		
贷款和证券	－＄7500		

A 互助储蓄银行现在处于平衡。它失去 10000 美元的准备金，并通过降低其法定准备金及获取新的准备金来弥补。但它仅仅把部分的准备金短缺转移给其他存款机构，因为通过出售证券或收回贷款，它只是获得应向 B 银行支取的支票。

当这张支票清算后，B 银行的 T 形帐户将变为：

(10) B 银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	－＄7500	存款	＋＄7500

B 银行对 7500 美元的存款保留了 1875 美元（＝＄7500×0.25），现在它还短缺 5625 美元的准备金（＝＄7500－＄1875）。因此，它也要出售证券或收回贷款，以换回 5625 美元。其 T 形帐户变为：

(11) B 银行

资产 负债

在联邦储备系统的准备金	－＄1875	存款	－＄7500
(＝－＄7500＋＄5625)			
贷款和证券	－＄5625		

因此，B 银行失去了等于存款下降的恰好 25%的准备，从而不再短缺准备金。但当它出售证券而获得 5625 美元的时候，它只是收到一张应从 C 银行存款中支取的支票。当这张支票清算时，C 银行就会短缺准备金，其 T 形帐户将成为这样：

(12) C 银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	－＄5625	存款	－＄5625

C 银行不必为准备金减少 1406 美元(＝＄5625×0.25)而忧虑，因为它的存款也下降了。但它还短缺 4219 美元的准备金。所以，假定它向 D 储蓄贷款协会的一个顾客出售 4219 美元的证券，则它现在又会有足够的准备金，但 D 仍然缺 3164 美元(＄4219×0.75)的准备金，因此它也要出售证券，从而把问题又转给 E 银行，依此类推。

在这个过程中，存款再次以等比级数形式而减少。存款在 A 下降 10000 美元，在 B 下降 7500 美元，在 C 下降，5625 美元，如此等等。如果再次运用递减等比级数总和的公式，我们

可以看出存款必须下降40000美元，或者：

$$1/mR=\frac{1}{0.25}\cdot \$10000$$

所以，多倍存款紧缩与多倍存款创造一样，有可能发生，而且并不奇怪，这两种情况是相对应的，虽然由于我们使用了不同的准备比率而使这里的数字有了差别。

存款创造过程中的渗出

至此所述的情况是乘数过程，其中法定准备金是吸收初始准备的唯一渗出。但还有其他一些渗出，诸如：超额准备金、社会公众的通货持有额以及为非个人定期存款所保留的准备金（到目前为止，我们都比较含糊地使用"存款"一词，但把它看成是交易帐户的存款较为方便）。[①]

超额准备金

一家银行或其他存款机构经常会持有超额准备金，以避免向联邦储备系统借款或在大额存单市场上购买存款，或避免不得已地出售短期证券。然而，超额准备金是相当小的。在1984—1985年期间，超额准备金平均为1.9%，只是在某一个

① 更确切地说，它们是可开出无限额支票的存款。

月高达准备金总额的 2.5%。

我们怎样才能把超额准备金引向活期存款创造过程中去？最简单的方法就是把它们当作法定准备金那样发挥作用。假定一家银行得到 10000 美元存款，并只是贷出比如说 85%，而保留 15%作为该存款的准备金。对于存款创造过程来说，这 15%全部代表法定准备金，或者只有比如说 14%是法定准备金，而 1%是超额准备金，这都是没有关系的。在这两种情况下，由于该银行贷出 8500 美元，下一家银行则收到 8500 美元的存款。因此，由于银行现在持有一些超额准备金，所以活期存款乘数不是 $d=1/rr$，而是：

$$d=\frac{1}{rr+e}$$

这里 e 是银行自愿保留的作为超额准备金的美元存款百分比。如果法定准备比例是 14%，银行持有 1%的超额准备金，则存款乘数是 1/0.14+0.1 或者等于 6.67。

存款转为通货

当存款数量扩大且收入随之增加时，人们就会把部分追加存款换成通货。假定对于每 1 美元的可开列支票存款，公众想要多持有 30 美分的现金。那么，存款机构对公众的每 1 美元新增存款就要多付 30 美分，这 30 美分不会进入存款创造过程，就像在上述例子中它们必须保持 14 美分作为法定准备。一家银行吸收 10000 美元存款，并保留 1400 美元作为法定准备金，100 美元作为超额准备金，付给公众 3000 美元的通货。因此，该银行只能贷出 5500 美元，然后这 5500 美元又

变成下一家银行的存款。所以，活期存款乘数现在变成：

$$d=\frac{1}{rr+e+k}$$

这里 k 是可开列支票存款 d 的每 1 美元中社会公众作为通货持有的比例。在这个例子里，我们就有：

$$d=\frac{1}{0.14+0.01+0.30}=2.22$$

可开列支票存款转为定期存款

随着可开列支票存款的增加，其中有些将会转变为定期存款。表面上看来，这似乎可以把定期存款的期限简单地加入分母，就像在分析超额准备金及通货时那样。但事实并非如此。当某个存款机构持有超额准备金或者某人持有额外的通货时，这些金额是完全不能进入存款创造过程的；它们一点也不会转到这个链条中的下一家存款机构。但是转为定期存款的美元则不然。这里的美元会停留在系统内部，其结果只是必须为它保留准备金，并且只有这些准备金（不是定期存款自身）不能进入存款创造过程。因此，为了调整转化为定期存款的支票存款的乘数，我们必须在分母中加上每 1 美元活期存款向定期存款的渗出乘以定期存款的准备比率。也就是：

$$d=\frac{1}{rr+e+k+t(rr_t)}$$

这里 t 是可开列支票存款转为定期存款的比例，rr_t 是为这些定期存款而持有的准备（包括超额准备）比率（由于短期非个人定期存款的法定准备比率是 3%，而其他定期存款的法定准备比率是 0，所以 rr_t）必须按 3%和 0%之间的加权平

均来计算)。假定 t 是 20%,rr_t 是 1%,则乘数为:

$$d=\frac{1}{0.14+0.01+0.30+0.2(0.01)}=2.21$$

这个乘数 2.21 少于 7.14 的三分之一,如果法定准备比率 14%是唯一的渗出,乘数就将是 7.14。

从存款乘数到存款量:被乘数

正如前述,当只有一个渗出即法定准备金时,我们得到的存款量 D 为 D=(1/rr)R,其中 rr 是法定准备比率,R 是准备金数额。如果我们引入其他渗出后情况又会怎样呢?

假设某人领到一张 100 美元钞票并存入银行,现在该存款机构有了(1-rr)$100 的超额准备金,而且它将继续用于扩大存款,其方法如同接收某人因出售债券而收自联邦储备系统支付的 100 美元支票的存款。因此,存入通货的增加就会像在联邦储备系统的准备金增加那样引起多倍存款创造。

但是,假设这 100 美元支票不是作为存款。那么它将作为满足社会公众对通货的要求(即 KD),从而就会有另外一个 100 美元存入银行,因为初始的通货总需求并没有变化(只有当存款增加时,社会公众才会需要更多的通货)。这样,一旦我们引入了通货渗出,被乘数就不再是 R,而是 R+C,这又称为基础货币。

其他渗出的情况如何？它们不会改变被乘数。因为渗入超额准备金或渗入定期存款准备金的那些准备金已经是总准备 R 的一部分。

货　币　乘　数

讨论存款乘数的主要原因是为了便于我们计算货币乘数。从可开列支票存款到 M_1，我们必须加入通货。[1] 由于社会公众对他们的可开列支票存款按 k 的比例来持有通货，每 1 美元的可开列支票存款都会引起对 k 美元通货的持有。总通货量力：

$$KD = k\frac{1}{rr+e+t(rr_t)}(R+C)$$
$$= \frac{k}{rr+e+k+t(rr_t)}(R+C)$$

把它加到可开列支票存款 D 上，D 的公式是：

$$D = \frac{1}{rr+e+t(rr_t)}(R+C)$$

我们就可得出：

$$M_1 = \frac{1+k}{rr+e+t(rr_t)}(R+C)$$

---

① 我们省去了货币存量包括旅行支票但不包括银行同业存款和联邦政府存款的复杂情况。

货币供给理论

我们可以在此结束这一问题的论述,并指出存在着一个取决于 r、e、k、t 和 r_t 的固定货币乘数。利用这些系数的平均值,可以很容易地计算出货币乘数。但是为什么要假设这些渗出系数的值是固定的?虽然准备比率显然要由联邦储备系统制定,但其他的系数则取决于社会公众想要怎样持有他们的资产。既然社会公众的这些决定很容易受经济分析的影响,所以,我们不必把这些渗出系数当作是"给定的",但应当能够看出它们是如何随经济条件而变动的。

银行想要持有的超额准备比率 e,一方面取决于银行以这些超额准备金进行投资而获得的利率;另一方面取决于银行期望从持有这些超额准备金而获得的收益。一家争取利润最大化的银行要使超额准备金保持到某一点,即在这一点上闲置准备金的边际(机会)成本(将这些准备金进行投资能获得的收益减去投资成本)要等于银行的边际收益(避免因银行准备短缺而要获取更多准备金的成本乘以银行准备金实际短缺的概率)。

社会公众期望的通货比率 k,取决于持有通货的机会成本,也就是要取决于存款的隐含收益和外在收益,以及有关证券支付的利率。如果后者的利率提高,社会公众将转向持有证

券。但人们更可能把持有的追加证券作为持有存款额的替代物,而不是作为持有通货的替代物。因此,当他们购买证券时,就会减少他们的存款,以致通货对存款的比率将上升。通货比率也取决于收入或财富,因为这些变量可以度量出人们在什么程度上能放弃存款或证券的利息收益来获得持有通货的便利,以及在什么程度上能放弃零售的赢利。零售这个变量可以度量通货所起的作用。有些经济学家认为,通货比率还会随着税率的改变而变化,因为对可能逃税的交易来说,由于使用支票会留下记录,所以使用通货要比使用支票更为安全。另一个影响通货比率的因素是毒品交易和其他非法交易的增长,在这些交易中要以通货而不是支票进行支付。

定期存款比率 t,取决于定期存款的利率与可开列支票存款和证券的收益之比。很明显,如果银行提高对定期存款支付的利率,而可开列支票存款的收益和证券的收益都不提高,那么,社会公众将会持有更多的定期存款。定期存款比率还要取决于总财富,因为定期存款是持有财富的一种方式。

所以,收入、财富和利率都是决定 e、k 和 t,从而决定货币乘数的因素。当收入增加,而利率上升时,我们可以期望 e 会略为降低。但是,既然它一开始就已经是个小数额,所以不会有很大变化。同时,如果收入和零售以及证券利率都提高,k 也要上升。

因此,存款乘数是部分内生性的,也就是说,主要受收入的影响,所以,即使联邦储备系统保持银行准备比率固定不变,货币存量也会随收入增加而提高,或者随收入减少而下降,换句话说,它是顺周期地变动的。

在关于货币创造的这一分析中，通过允许 e、k 和 t 的变动，使得货币乘数部分地属于内生性的，这就称为货币供给理论，它不同于把货币乘数看作常数的机械的“教科书”方法。

货币创造的“新观点”

虽然货币供给理论比那种简单机械的方法大大前进了，但它在近几年内却受到一些经济学家的挑战。这些经济学家认为它向前走得还不够远。不幸的是，他们的方法被称为“新观点”，虽然迄今为止并没有提出什么新东西。

新观点的支持者提问，为什么银行和储蓄机构仅仅因为它们的准备金增加就一定要供给更多的存款，难道它们不能像其他机构那样，把自己的产出水平定在某一点上，以便使得利润达到最大化，而不是生产最大可能的产出？当然，我们肯定不会接受对钢铁产量的如下分析，即告诉我们钢铁产量仅仅取决于钢铁公司可获得的铁矿石等数量。争取利润最大化的银行在决定其产出时既要考虑需求（边际收入），也要考虑成本。但是上面所述的存款创造的情况仅仅考虑供给方，即只限于银行可以创造的最大存款量。难道社会公众对存款的需求就毫无作用吗？难道社会公众不管银行能供给多少存款量都会温顺地接受吗？我们是不是可以考虑相反的极端情况，转而假定，无论社会公众希望持有多少存款，银行都能够创造出

来,因此未清偿存款的数量能否取决于对存款的需求?例如,假定社会公众想要持有更多的总存款,那么银行就会发现它们能够按较低的估算收益,即较低的成本,把存款"出售"给社会公众,从而银行会扩大它们的总存款。

但是银行怎样取得法定准备金呢?首先,既然社会公众愿意持有更多的存款,他们就有可能把部分持有通货存入银行,这就会增加银行的准备金。其次,对总存款的增加了的需求也可以通过银行提高定期存款的收益来满足,这会诱使一些存款人把可开列支票存款转为定期存款。由于对存款具有不同的法定准备比率,而且个人定期存款完全不需要法定准备,这就会降低对存款平均余额所必须保持的准备金。因此,新观点倡导者认为,准备金的供给对于货币创造,尤其对 M_1 来说,并不像传统方法强调的那么重要。

幸运的是,这两种方法之间的冲突并不像一开始所表现的那么激烈。不妨设想准备金提高时会出现怎样的情况。我们首先来看看均衡状态,即银行创造了最适当的存款量,从而它们由于持有社会公众存款而获得的边际收入正好等于提供这些存款服务的边际成本。现在,假定联邦储备系统增加了更多的可获得准备金。提供存款服务的成本之一就是对这些存款保留准备而放弃利息收入。但由于可获得的准备金增加,利率将要降低,结果提供存款服务的边际成本也会降低。现在的边际成本小于边际收入,以致银行扩大它们的存款量。因此,对新观点的批评者认为,正像传统观点所预料的那样,当银行获得更多准备金时,银行存款将要增加。

此外,这些批评者还认为,虽然传统方法对银行存款的分

析与对其他货物的分析方法大相径庭，因为它似乎忽视了需求方，但这并不一定就是错的。存款与其他货物有着根本的区别：存款供给的增加，在若干时间之后，会提高对它的需求。它之所以这样，正像随后将要分析的，是因为货币供给的增加会提高名义收入。名义收入越高，对名义货币的需求就越大。因此，当银行供给更多的存款时，在若干时间之后，对存款的需求也会增加。由于供给能自动创造出需求，所以我们可以不必过分注意需求。

无论如何，新观点对于货币供给理论的批评要比对于粗糙的“教科书”乘数的批评少得多，因为货币供给理论坚持由经济条件来决定那些渗出系数。例如，假定收入增加将会提高利率，从而要改变 e、k 和 t。因此，货币供给理论为新观点所强调的需求因素留下了一些余地，但它对需求因素的强调明显低于新观点。新观点是基于一种假设上的打赌，即假设渗出系数足够稳定，从而可以避免新观点的充分复杂性（然而这是非常复杂的）。从某种意义上说，货币供给理论正是新观点的简化了的翻版。实际上，如果货币存量的大部分可观察的变动由银行准备金数量变化引起，而不是由货币乘数变化引起，那么，尽管货币供给理论关于货币乘数变动的分析相对说来还很有限，但或许已经足够了。

小　结

1.流通券由印刷和制版局制造。银行向联邦储备系统购买,然后把它们投入流通。

2.如果注重一套解释银行在什么条件下能做某些帐面分录的规则,那么多倍存款创造将是很好理解的。当一个存款机构进行贷款或购买证券时,它所失去的资金被另一个存款机构接受,这使得多倍存款创造成为可能。

3.多倍存款创造的简单实例表现了由一系列相互联接的存款机构所创造的存款呈递减序列。多倍存款紧缩按照与存款扩张机制相同的形式运行。

4.在存款创造过程会有一些不同的渗出:即法定准备金、超额准备金以及存款向通货和定期存款的转移流动。

5.存款(交易帐户)乘数可用来推导 M_1,乘数 $(1+k)/[r+e+k+t(r_t)]$。这时的被乘数是 $R+C$。

6.货币供给理论说明为什么货币乘数中各种渗出不是固定不变的,以及货币乘数为什么在存款扩张中要上升。

7.新观点认为传统的货币乘数方法过于机械,从而必须分析银行争取利润最大化的行为,并要引入对存款的需求。

问题与练习

1.根据第247—248页的举例接着分析到G银行。假设G银行持有其收取的准备金,不再发放追加贷款,对这个假设而言,存款乘数是多少?

2.在第247—248页关于存款创造的举例中,如果B发放的贷款又被重新存入B,将出现怎样的情况?

3.试举例说明50%准备比率的存款创造过程。请连续分析4家银行。

4.试举例说明运用10%准备比率的存款紧缩。请连续分析6家银行。

5.如果一位银行家声称,银行不能创造存款,而只能借出存在银行的货币,你将如何回答?

6.根据第252—254页上存款紧缩的举例继续分析,假设F有超额准备,因此不必收回贷款。这时的存款乘数是多少?

7.假设我们的经济中只有唯一的一家银行,准备比率为20%。如果某人存入1000美元通货,该银行能贷出多少?

8.为什么收入和财富的变化会影响e、k和t?

9.试用你自己的话来解释新观点。传统观点的支持者将会如何予以回答?

11

银行准备金和相关的度量

我们在前一章讨论了存款创造。在这一章中，我们将分析银行如何获取使之可以创造存款的准备金。任何一家银行都能够通过与其他银行竞争来获得准备金，比如通过向另一家银行的顾客出售大额存单。但是很明显，存款机构体系作为一个整体不能以这种方法获取准备金。它只能从自身之外的一些单位获得准备金。这些单位是：⑴ 联邦储备系统，⑵ 美国财政部，⑶ 国内公众，⑷ 外国人。

银行准备金

银行准备金的变动方式是根据联邦储备系统发表的标准

会计框架并于每星期五在《华尔街日报》上公布。表 11 · 1 列示了一个简化的实例。它的顺序是：首先排列增加银行准备金的因素，然后排列那些减少银行准备金的因素。

表 11.1　会员银行的准备金变动

1986 年 5 月 15 日止的周余额

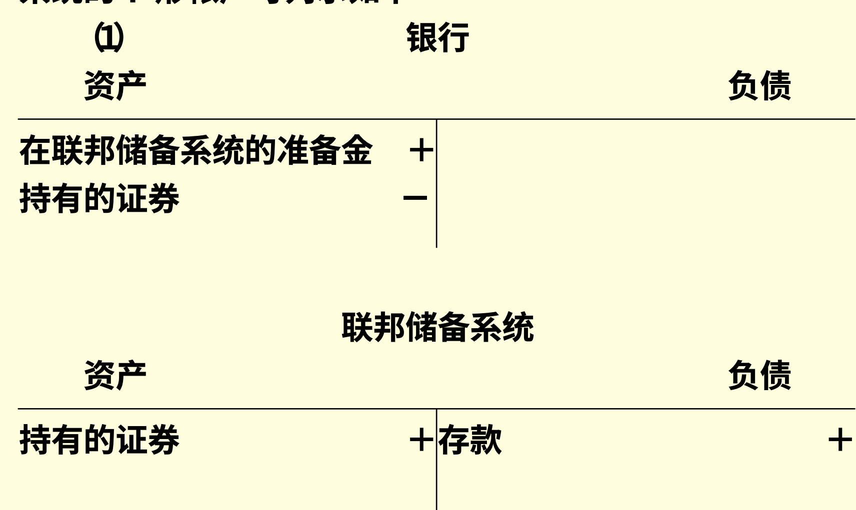
	1986 年 5 月 9 日以来周余额的变化（100 万美元）	
购买美国政府证券，美国政府机构的证券，承况票据	+	13776
向联邦储备系统的借款	−	587
浮存	+	199
其他联邦储备资产	+	3885
黄金储备	−	6
特别提款权（SDR）凭单	+	114
流通的财政部通货	+	615
流通中的通货	+	13492
财政部库存现金	+	34
在联邦储务系统的财政部存款、外国存款和其他存款	−	2519
其他联邦储备负债和资本	−	28
与劳务有关的差额调整	+	229

〔资料来源〕　《华尔街日报》1985 年 5 月 16 日。

增加银行准备金的因素

这些项目的第一项是联邦储备系统为了改变银行准备而

进行的公开市场买卖业务。假定联邦储备系统直接向一家会员银行购买这些证券，它通过贷记出售证券银行的准备帐户进行支付，从而银行的准备金自动地增加。银行以及联邦储备系统的T形帐户可列示如下：



(1) 银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	+		
持有的证券	—		

联邦储备系统

资产		负债	
持有的证券	+	存款	+

现在，假设联邦储备系统不是从某一家银行购买这些证券，而是向通用汽车公司购买。通用汽车公司得到一张支票，把它存入自己的银行，而该银行把支票送往联邦储备系统加以贷记，从而清算该支票。这时，银行的T形帐户变为：

(2) 银行

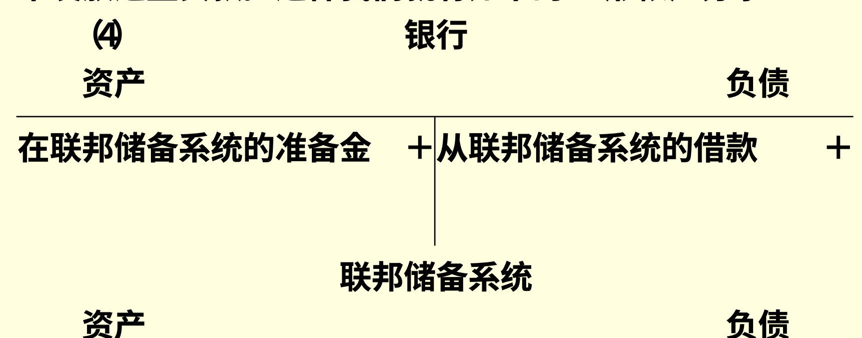
资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	+	存款	+

在这两种情况下，银行的准备帐户都会增加。唯一的区别是，在第二种情况下的活期存款会自动增加，而在第一种情况下，联邦储备系统向一家银行购买证券，所以只有该银行用这些准备金发放贷款或购买其他证券时，存款才会增加（在这两种情况下，联邦储备系统的资产负债表是相同的）。相反，当联邦储备系统把证券卖给非银行机构时，银行准备将下降，买主银行的 T 形帐户如下：

⑶ 银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	−	存款	−

第二个项目是借款，指的是存款机构可以从联邦储备银行获得的贷款。联邦储备系统通过贷记借款机构的准备帐户来发放这些贷款。这样我们就有如下的 T 形帐户分录：



⑷ 银行

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	＋	从联邦储备系统的借款	＋

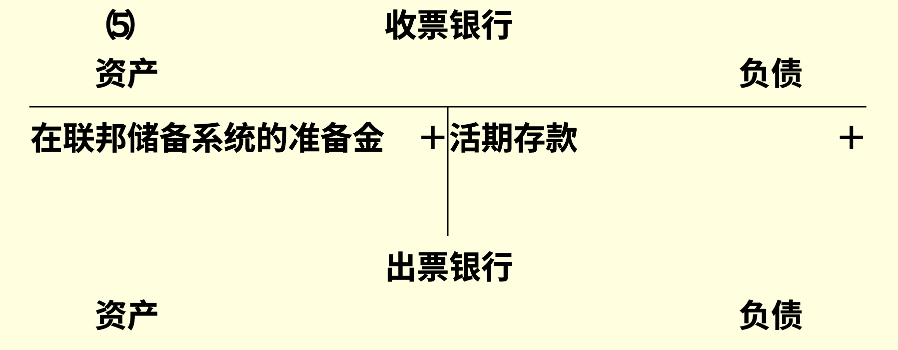
联邦储备系统

资产	负债

对银行的贷款 +	存款 +

当银行还款时,联邦储备系统将从银行的准备帐户中扣去该贷款金额,从而T形帐户的所有这些项目都会表现为负值,准备金也就随之消失。

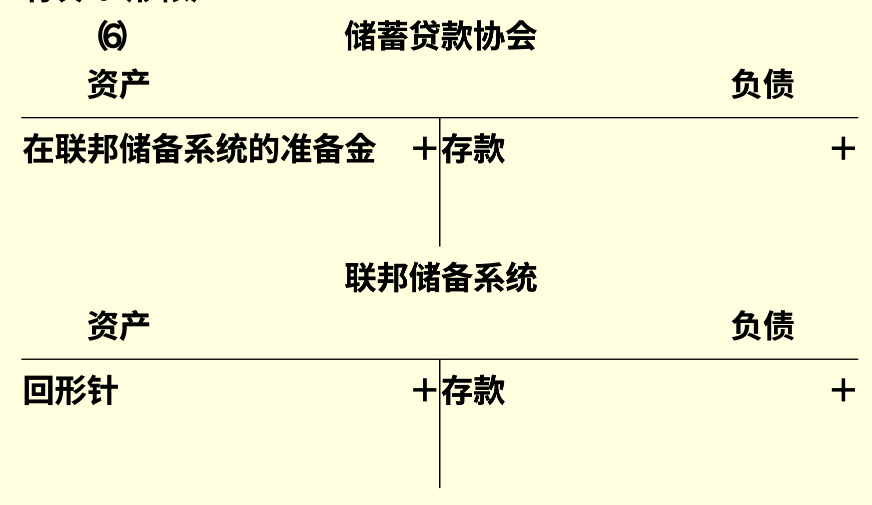
再下一个项目是浮存(float),其作用类似联邦储备系统的贷款。如果联邦储备系统贷记送来清算的某张支票,而该支票在借记出票机构帐户的同时就立即送去清算,这时将不会出现浮存。但是,联邦储备银行是在一二天后贷记存款机构帐户,而不管事实上由于传递的延搁等原因,将需要更长的时间才能使该支票借记出票机构的帐户。结果是,一方的准备帐户已经贷记了该支票,而另一方则尚未进行借记,总准备金就会暂时地增加。因此,收受支票机构的T形帐户和出票机构的T形帐户分别如下:



在联邦储备系统的准备金不变	活期存款　不变

对这两个银行来说，准备金都暂时增加。当该支票最终被借记出票银行时，也借记其准备帐户，从而由于浮存引起的准备金增加和存款增加都告消失。

使银行准备金提高的另一个因素是“其他联邦储备资产”的提高。不论联邦储备系统向当地商店购买回形针，或向其他国家中央银行购买外国通货，都是由它自己出票支付。当该支票存入银行并被清算时，联邦储备系统将贷记收票机构的准备帐户。下面就是当卖主把联邦储备系统支票存入银行时的有关 T 形帐户：



⑹　储蓄贷款协会

资产	负债
在联邦储备系统的准备金　＋	存款　＋

联邦储备系统

资产	负债
回形针　＋	存款　＋

还有美国财政部的各种业务活动会改变银行准备金。其

中第一项是美国黄金储备的变动。如果财政部出售黄金，它所收进的支付支票将借记出票机构的准备帐户。

另一个项目是特别提款数（SDR）凭单。① 现在先说明流通中的财政部通货。由于存款机构所持有的通货属于准备金的一部分，增加发行的财政部通货将停留于存款机构，所以会很明显地增加它们的准备金。但是，如果由社会公众持有这些财政部通货又会出现怎样的情况呢？这要从财政部通货中相应扣除社会公众持有的部分（作为通货减少的一个因素）。②

减少会员银行准备金的因素

如果某些项目增加，银行准备金就会减少。这些项目之一是流通中的通货，即社会公众持有的通货。很明显，如果某人从存款机构提取 1000 美元，那么库存现金、从而准备金就要下降 1000 美元。同样的情况也会发生于另一个项目，即财政部库存现金的变动。如果财政部持有更多的通货，而且社会公

① 这是特别提款权，是国际货币基金组织（IMF）创造的一种国际储备形式。当 IMF 分配新增的特别提款权时，正像它经常做的那样，财政部作为政府的记帐单位，将把等量的金额记入它在联邦储备系统的帐户。因此，在联邦储备系统的财政部存款偶然会增加，但这种增加不会导致银行准备金的减少。然而，我们总是把财政部在联邦储备系统存款的所有增加都视为会造成银行准备金的减少。为了修正这一情况，我们必须补充考虑特别提款权的增加，并把它们当作增加银行准备金的一个因素。

② 流通中的联邦储备通货的情况如何？我们在分析联邦储备系统资产负债表变动的因素（如贷款）时，已经对它进行了间接考虑。这些贷款的金额可以作为银行在联邦储备系统的准备帐户的贷项；如果银行愿意的话，也可以由联邦储备系统把这些联邦储备通货运送给银行。

众持有的通货不变，那么，存款机构持有的通货、从而存款准备金都必然要减少（如果财政部持有通货的增加来自社会公众通货持有额的减少，那么，降低准备金的一个因素——财政部持有通货的增加，就会被降低准备金的另一个因素——社会公众通货持有额的减少所完全抵消）。

财政部最初把税收缴款和出售证券收入存入存款机构。但是，既然财政部在付款的场合是从自己在联邦储备系统的帐户上开出支票，所以它必须经常把资金从自己在存款机构的帐户转移到在联邦储备系统的帐户上。当它这样做时，联邦储备系统就会贷记财政部帐户，并借记存款机构的帐户。

这时的T形帐户为：

（7）　存款机构

资产		负债	
在联邦储备系统的准备金	−	存款	−

联邦储备系统

资产		负债	
		会员银行存款	−
		美国财政部存款	＋

一些外国政府也在联邦储备系统开立帐户。当它们把资金从有关银行的存款（或它们收到的美国银行付款的支票）转

到联邦储备系统时，银行准备金就会下降，这正如美国财政部把存款转到联邦储备系统去那样。某些在联邦储备系统持有存款的其他机构，如联合国或联邦存款保险公司，当它们增加其在联邦储备系统的存款时，情况也会一样。

再下一个项目是“其他联邦储备系统的负债和资本”。假设一个新的会员银行购买联邦储备系统的股票，从而提高了后者的资本。该银行对这些股票的支付是通过联邦储备系统借记它的准备帐户，从而银行准备金总额会下降。引入“其它联邦储备系统负债”项目是为了使报表正确无误。在前面，我们把其他联邦储备系统资产的所有增加都视为银行准备金的增加，因为联邦储备系统要对这些资产进行支付。但是，只要这些资产尚未被支付（从而联邦储备系统的负债会增加），则银行的准备金实际上还没有增加。因此，我们要通过扣除联邦储备系统的负债的增加来加以纠正。

最后一个项目是“与劳务有关的差额调整”，主要包括非会员存款机构与联邦储备系统保持的清算余额。虽然它们也是属于准备金，但在这里是被扣除的，因为表中仅仅列示会员银行的准备，而不是所有银行的总准备。

联邦储备系统的控制

所有这些因素都会改变银行准备，它们可分为二类：一类

是受到联邦储备系统控制从而可用于改变准备金的因素;另一类是不属于联邦储备系统直接控制的因素。联邦储备系统能明显加以控制的一个因素是它对证券的买卖。在某种程度上,它还可以通过改变贴现率来控制银行向它的借款。所有被称为“业务因素”即“市场因素”的其他因素,一般不受联邦储备系统的控制。因此,为了控制银行准备金,联邦储备系统必须预测这些业务因素的变动,而且在必要的时候应通过公开市场买卖来抵消它们。它的预测难免会有一些误差,而且在短期内还会限制对银行准备金的控制,从而也会限制对货币存量的控制。当然,在一个较长的时期内,这些误差是会消失的。

基础货币和准备金的其他度量

现在,我们应考察在讨论货币政策时广泛使用的几个重要概念:基础货币、已调整基础货币、非借入准备金、超额准备金和自由准备金。

基础货币 评估联邦储备系统政策一个经常使用的指标是基础货币的行为,有时它也称作“货币基础”或“强力货币”。我们可以根据“来源”和“运用”的会计框架来分析基础货币。从运用方看,它包括准备金和流通中的通货。从来源方看,它包括本章所述的那些提高或降低准备金的因素。由于流通中的通货包括在基础货币之内,所以它的增加,虽然会减少准备

金，但不会减少基础货币。[①]

已调整基础货币　在衡量货币政策属于扩张性还是紧缩性时，基础货币有时会有误导的结果。即使基础货币一点也没有扩大，如果法定准备比率下降从而提高了货币乘数，这时的货币政策仍然可能是扩张性的。而且，如果存款从准备比率较高的存款机构转到准备比率较低的存款机构，那么，即使联邦储备银行没有改变法定准备比率，平均的法定准备比率也会有某种程度的降低。因此，为了衡量货币政策，我们必须针对平均法定准备比率的变化来调整基础货币。这可以按如下方式进行。假设平均的法定准备比率已下降，从而放出比如说1亿美元的法定准备金，这1亿美元就要加到基础货币上，以得到已调整的基础货币。

非借入准备金　存款机构至少在一定程度上是不愿意对联邦储备系统负债的。正因为这样，当它们取得更多准备金时，首先要归还那些借款，而不是使用这些准备金发放贷款或购买证券。如果这一观点是正确的话（这还有争议），那么存款创造将较少地依赖于总准备金或基础货币，而更多地依赖于非借入准备金，有时称为"自有准备金"。为了得出自有准备金，我们所必须做的是，从总准备金中扣除存款机构向联邦储备系统的借款数量。[②]

超额准备金　这一项等于总准备金减去存款机构必须对其存款所保持的准备金。

① 流通中通货的增加不改变基础货币。它会降低基础货币的一个部分，即准备金部分，但以相应数量增加其他一个部分，即流通中的通货。

② 不必扣减"季节性借款"及"延期借款"（这两项将在第20章讨论），因为它们对偿还贷款不产生很大压力。

自由准备金 这是从非借入准备金中减去为现有存款保持的准备金,以便度量可用于扩大存款的准备金。

表 11·2列出了各种准备金和基础货币的度量。就预测货币存量将如何变化而言,其中哪一项是最佳的标准?这是一个尚未解决的问题。已调整基础货币显然比基础货币要好,因为适用于它的货币乘数少一个变量,即法定准备比率的变动,从而避开了一个难免出现估算误差的项目。

基础货币比银行准备金更为有利,因为它考虑到社会公众的通货持有量,而银行准备金却忽略了这一因素。但是,在另一方面,基础货币又把通货持有额看得太重要了,它把社会公众持有的每1美元视同于银行掌握的每1美元,而忽视了每1美元银行准备,不同于1美元通货,是会产生几美元货币的。

表 11.2 准备概念

度量标准	定义
基础货币或货币基础或强力货币	存款机构的准备金加上社会公众持有的通货
已调整基础货币或扩展的基础货币	针对法定准备的变化调整后的基础货币
准备金	存款机构的准备金
非借入准备金	准备金减去从联邦储备系统的借款[a]
超额准备金	总准备金减去法定的准备金
自由准备金	超额准备金减去从联邦储备系统的借款[a]

a:扣除的借款不包括季节性借款和延期借款。

非借入准备金和非借入基础货币是比总准备金或总基础货币更好的度量,但是,这必须以—— 仅仅以—— 存款机构不愿基于从联邦储备系统借入的准备金而扩大存款为前提。超

额准备金和自由准备金是带有潜在问题的度量。假设数据表明超额准备金已提高,这不一定是存款将增加的信号;因为超额准备金的增加可能只是由于联邦资金利率下降,而贴现率并没有下降,以致银行认为持有更多超额准备金是值得的。

基础货币、货币乘数和货币存量

联邦储备系统通过其公开市场买卖业务,抵消市场因素(如浮存)的变动影响,从而能够很好地控制货币的基础。这是否意味着它也能很好地控制货币供给呢?这取决于它对货币乘数变动的预测能力。如果货币乘数很稳定,或者具有很高的可预测性,那么联邦储备系统就可以轻易地达到其货币供给目标。如果它想增加货币供给,比如说增加 100 亿美元,

图 11.1　1973—1985 年的货币乘数　　这一乘数是根据纲币计算得出的,它在本世纪 70 年代下降,而在 80 年代又上

升，其变动比率还是相当稳定的。

〔资料来源〕联邦储备理事会：《1986年货币存量的修订》；《1941—1975年的存款机构的准备金、银行和货币统计》和《统计年报摘要》。

而且知道适用于基础货币的货币乘数是2.4，它就可以很容易地把基础货币提高40亿美元。但是，货币乘数是否具有这样高的可预测性？

正像图11.1所示，货币乘数在本世纪70年代出现下降，在80年代又上升。如果它的上升（或下降）比率是平稳的，那就没有什么关系，因为联邦储备系统仍可以很容易地预测出货币乘数的变化结果。但是在80年代，这种变动是反复不定的，所以联邦储备系统就不得不使用更复杂的方法进行预测，而不是仅仅推算它的变动趋势。

已调整基础货币的变动与M_1的变动之间的关系，正如表11.2所示，是相当密切的。但是它是不是已足够密切？这里涉及到一个算术戏法。假设联邦储备系统预测当月的货

图11.2　已调整基础货币和M_1的变动　　基础货币和M_1一起

波动,但远不是完全相关的。

〔资料来源〕联邦储备理事会:《1986年货币存量的修订》;《1986年存款机构的准备金》。

币乘数将为2.500,而实际结果却是2.525。像这样1%的误差似乎是一个很好的预测,但它却可能足以使联邦储备系统遇到麻烦。这意味着,对于基础货币的给定规模来说,货币供给要比联邦储备系统的预测大1%。这要比表面上看来的严重得多。假定联邦储备系统的目标是年货币增长率为6%,大约每月增长0.5%;现在,由于对货币乘数估计的误差,以致当月的货币突然按1.5%的比率增加,为预期目标的3倍。这样,它将按大于年率18%的速度增加,如果继续下去就会造成高度的通货膨胀。因此,尽管联邦储备系统对货币乘数的估计是"准确"的,它仍然可能受到不少批评。

小　结

1.联邦储备系统的证券购买和贷款、浮存及联邦储备系统资产的增加、财政部的黄金买卖以及财政部通货发行的变化、流通中通货、财政部库存现金、在联邦储备系统的某些存款和其他联邦储备系统负债和资本的变化,都会使银行准备金得以创造或消失。

2.对银行准备金的几个重要度量标准是基础货币、已调整基础货币、非借入准备金、超额准备金和自由准备金。

3.货币乘数已经按相当稳定的方式趋于下降。但是,即使对它只有很小的预测误差,在表现为年增长率时,可能对货币增长率产生很大的影响。

问题与练习

1.已知下列数据,试计算银行准备金的变化:

	变动
⑴ 联邦储备系统的证券购买(包括回购协议)	10
⑵ 黄金储备	—10
⑶ 流通中通货	15
⑷ 联邦储备系统购买的承兑票据	—3
⑸ 财政部通货	10
⑹ 浮存	—3
⑺ 其他联邦储备负债和资本	1
⑻ 在联邦储备系统的其他存款	—1
⑼ 其他联邦储备系统资产	5
⑽ 外国在联邦储备系统的存款	5
⑾ 联邦储备系统的贷款	20
⑿ 财政部在联邦储备系统的存款	—5

(13) 财政部持有的现金 —5

2.利用上一例子的已知数据. (a) 删掉关于联邦储备系统的证券购买的数据; (b) 加上以下数据:

(14) 会员银行在联邦储备系统的存款 —3

(15) 银行持有的通货 —2

(16) 非银行社会公众持有的通货 5

现在再来计算联邦储备系统的证券购买的变动。

3.利用问题1中的各项目,试用你自己的话分别解释各项目对银行准备金的影响。不能仅仅说明它会增加或减少银行准备金,而要解释其原因。

4.判断下列句子:

a.当财政部购买黄金时,货币存量会增加,因为国家在这时有了更多的黄金。

b.浮存的增加将使货币存量增加,因为它意味着有更多的在途支票,从而也意味着人们收到更多的货币,这就增加了货币存量。

c.流通中通货的增加使银行准备金提高,因为这些通货中有些将被存入银行。

d.当联邦储备系统贷款增加时,银行准备金就要下降,因为银行通过增加对联邦储备系统的负债,会减少它们在联邦储备系统的净资产。

5.利用表11·1中各个项目,并按照相关对应关系,设定商业银行、联邦储备系统、财政部及非银行社会公众的T形帐户。

6.分析上星期五的《华尔街日报》资料中供给和吸收银行

准备金的因素。试用你自己的话说明它们的变化。

7.试解释并讨论基础货币、扩展的基础货币、强力货币、自由准备金及非借入准备金之间的关系。

8.“货币存量取决于联邦储备系统、财政部、商业银行及公众的行为”。试解释这一论述。

第3篇

货币、国民收入和价格水平

12

总需求的决定因素

现在，我们来考察解释实际收入和通货膨胀率行为的理论。有两种互相对立的解释值得我们注意，它们都是被普遍接受的。一个是凯恩斯主义的观点，它是由英国的大经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯和他的追随者们创建的。另一个是货币主义的观点，它是诺贝尔奖金获得者米尔顿·弗里德曼（原执教于芝加哥大学，现在在胡佛研究所）、卡尔·布鲁纳（罗契斯特大学）和阿伦·梅尔查（卡内基—梅隆大学）共同研究的成果。

我们将分别论述凯恩斯主义和货币主义的基本理论。然后，我们将分析凯恩斯主义理论的一些主要变量：消费、投资、政府支出和净出口（即出口减去进口）。

前几章主要是描述性的。虽然对如何管理我们的金融制度存在着许多争论，但由于有关金融制度的一些事实是显而易见的，因而人们对它们并没有什么不同的意见。当我们说银行能够提供可转让提款单帐户时，没有人会不同意。但是，对

于宏观经济理论则存在分歧。在第3篇，我们将侧重于意见一致的问题，但在此同时也要解释经济学家对其他问题存在着的不同意见，以及他们为什么会有不同的意见。

在解释实际收入与价格的行为时，我们实际上是解释名义收入的行为，因为总产出（即实际收入）乘以价格就等于名义收入。名义收入通常是用名义国民生产总值（GNP）来衡量的，名义国民生产总值是所有最终产品扣除折旧前的货币价值。如图12·3所示，名义国民生产总值和实际国民生产总值都有大幅度的波动。大多数经济学家不是把这些波动归咎于生产能力的波动，而是主要归咎于对商品、劳务的需求的波动，即总需求的变动。如何解释这些总需求的变动？

图12.1　1947—1985的名义国民生产总值和实际国民生产总值

名义和实际国民生产总值都是按不稳定的速度增长。

〔资料来源〕 商业部:《调整的国民生产总值表》;联邦储备理事会:《联邦储备公报》1986 年 4 月和 1986 年 5 月号,第 A51 页。

从货币角度来解释总需求

货币主义者把总需求和用来实现这个需求的货币数量联系起来。相反,凯恩斯主义者将总需求同用来购买这些商品和劳务的收入联系起来 (必须注意:收入和货币并不是一回事)。如果要从此是彼非的角度来看,对总需求的这两种理解方法并不是对立的。实际上,问题在于哪一种方法对解决当前的问题更有用—— 何者为解释和预测总需求提供了更易于运用和更为便利的方法。

货币数量论方程式

货币主义的方法是建立在货币数量论基础上的。这个理论认为:名义货币数量决定名义收入水平。假定要把名义收入 (即 YP,实际收入乘以价格) 与货币数量 (M) 联系起来,最简单及最粗糙的方法是把

它们看作是相同的，可以写成：M＝YP。这显然很简单，然而是错误的。美元钞票与交易帐户的存款并不是在购买商品或劳务后就消失了。实际上，接受者会再次花费它们，所以它们又会变为第二次收入，依此类推。我们可用两个非法酿酒人（吉姆和汤姆）的故事来说明其中的道理。这两个人到镇上去卖一瓶10美元的私酿酒，道路很长且灰尘弥漫。吉姆对汤姆说："我口很渴，想喝一点酒；这1美元算是给你的份额。"几分钟后，汤姆也感到口渴，他喝了一些酒，并把那个美元还给吉姆。当他们来到镇上时，酒瓶已空了，但他们两人所有的只是1个美元，而不是那瓶酒所值的10美元。

现在必须加上一项V，即货币流通速度（有时称为：货币"收入流通速度"），把没有意义的M＝YP变为MV＝YP。这个V表示在一定时间比如1年内1美元货币变成为人们收入的次数。[1] V不是度量1美元的花费的次数，而是度量在1年内它变为收入的次数。例如，假设某人花100美元购买1架照相机。商店的收入不是全部的100美元，而只是它在照相机上加价的部分，比如30美元。（收回的另外70美元表示了资产的交易，即以一架照相机换货币。）随后，迟早要出现另外两件事情。一是商店的业主要把他得到的30美元中的一部分花掉，因此其他人也可能实现自己的加价收入；二是这个商店向制造厂商定购一架新的照相机，制造厂商的收入也会增加自己的加价部分，然而制造厂商要购买原材料、雇佣工人们生产新的照相机。结果，收入再次增加。现在1美元货币（M_1）在1年内大约变为$6\frac{1}{2}$倍的收入。这个数字并不是随意假定的，在

① 货币流通速度表示对1年内周转次数的度量，是一种流量变量，它可以使我们把一个存量变量（货币）和一个流量变量（收入）联系起来。

1960年V大约等于5。

剑桥方程式

上述方程的另一种形式称为剑桥方程式，它因由剑桥大学的阿尔弗雷德·马歇尔和A.C.庇古所建立而得名。其式子为M＝KYP，这里K是人们在1年（或其他期间）内想要作为货币持有的名义收入份额。例如，假如人们平均持有的货币数额等于1个月的收入，则K＝1/12。

因MV＝YP和M＝KYP，故必有K＝1/V。举例来说，假设人们1个月持有的货币收入使得K＝1/12，那么1美元货币在1年内平均有12次成为某人的收入。

虽然以上两个方程形式上说的是同一回事，但剑桥方程式反映的问题更为深刻。当人们谈到货币流通速度时，很容易把它看成多少有点机械的事情；比如说，货币流通速度正好是6，那么能了解到的就不过这一点。相比之下，当谈到人们企望持有货币的收入份额K时，人们本能地会想到这是一种人为选择的结果。因此，我们把K视为同支配我们持有其他耐用品一样的一种影响因素，即认为它取决于收入和商品费用。然而，论述货币理论既要应用货币流通速度，也要应用剑桥方程式的K，两种形式可以交换使用，所以都应当了解。

交易观点

剑桥方程式的早期变形称为费雪方程式，是以它的主要倡导者欧文·费雪（1867—1947）命名的。它的表达式是MV′＝PT。这里，M还是代表货币，T代表以货币为媒介的全部交

易,P 代表包含在 T 中的所有项目的平均价格。这个方程式中V 称为货币交易流通速度,表示1美元货币成为其他人获得款项的次数,即使这种款项并不是他的收入。这样,T 不仅包括了国民生产总值所包括的项目,而且包括中间产品、购买的第二次转手商品(如原先已存在的股票与债券)、以及服务要素(如工资等)。特别是,它还包括金融交易,例如把资金从支票存款帐户转移到货币市场基金。货币的交易流通速度要比货币的收入流通速度大得多。有两个原因使货币的交易流通速度V 的使用次数大大少于货币的收入流通速度。其一,虽然我们对预测名义国民生产总值颇感兴趣,然而我们对预测总交易量却没有什么兴趣。例如,如果产量下降 10%,而股票市场的销售量却净增 2%,这时,我们很难说经济增长是令人满意的。

其二,还存在一个统计问题。通过把方程写成 V= YP/M,而且用名义国民生产总值的数据替代 YP,用来代表 M,我们就可以度量货币收入流通速度。而用交易流通速度方程式则是非常混乱的。我们没有关于交易总量的完整资料,而且,尽管我们确有关于存款周转率的完整资料,但对于货币的另一构成要素—— 通货的周转率,我们却只能进行猜测。所以,从现在起,当我们说"货币流通速度"时,总是指货币的收入流通速度。

所有这些"方程"都是"恒等式"或是同义反复,即从其定义上就可以看出是正确的。同其他恒等式一样,它们本身不能告诉我们关于现实世界的任何情况。为了得到实证性的表述,即关于现实世界的表述,我们必须对它们附加一些假定。因

此,如果货币的收入流通速度很稳定,或者是可以预测的话,那么货币收入流通方程式就非常有用。货币数量论宣称,这正是关键的问题。如果知道了货币供给就可以预测收入。我们将在第16章讨论这种理论。现在我们要转到另一种理论上,这种理论主要通过考察收入—支出关系来解释名义收入。

收入—支出方法:基本思想

凯恩斯主义方法或“收入—支出法”最主要起源于凯恩斯的《就业、利息和货币通论》(1936年出版),但其他的许多经济学家也都对这一方法作了努力,其中有些人正是凯恩斯的尖锐的批评者。它的基本方程是:

$$Y = C + I + G + X$$

这里Y表示名义收入,C表示消费,I表示投资,G表示政府支出,X表示净出口。这也是一个恒等式。它从定义上看就是正确的,因为我们把C、I、G和X定义为包括了所有的支出。由于总收入等于从销售中得到的收入的总和,即等于各种支出的总和,所以Y一定等于C+I+G+X。

理解这个恒等式的另一种方式是从产出的角度来考察。所有的产出都必须有一定的去向。其中,一部分(C)转给消费者;另一部分(G)被政府使用;还有些产出(X)代表净出口转给外国人;企业则持有另一部分(I)用于投资。这部分产出具

有特殊的性质。经济中的其他部门，即消费者、政府和外国人可以决定他们要购买多少，并且直接进行购买。企业却处于一种不同的状况，因为它是产品的卖主。有时它无法卖掉它认为可以出售的全部产品，从而造成卖不出去的产品堆积为存货。存货的这种非期望增加与期望增加一样，都被计算为投资。

如果企业发现它们不能卖掉预期可出售的全部产出而使存货增加，它们就会减少生产。这样，收入就要下降。假定销售意外地增加，则会出现相反的情况。当企业发现它们卖掉的存货多于期望的数量时，它们就要通过增加生产来补充已减少的存货。这样，收入就要上升。

图 12·2 表示了存货的这一重要作用，这个图称为“45°线图”或“凯恩斯交叉线”。收入 Y，即 C+I+G+X，用横轴度量。纵轴则度量 C+I′+G+X，其中的 I 不是实际的投资，而是企业想要投资的数额。所以，它不包括存货的非期望变动。45 线使我们可以把一个轴“转化”到另一个轴上。在 45 线之上的任何一点，C+I+G+X 都小于 C+I′+G+X。因此，企业要投资的数量 I 大于它们实际投资的数量 I。所以它们增加产量以补充已减少的存货。同样，在 45 线以下的任何一点，实际投资都超过期望的投资。企业通过缩减生产可以减少存货。只有在 45 线上，企业方处于均衡状态，这意味着企业增加的存货数量刚好等于它们期望增加的数量，而且不会有过剩。

图 12.2 凯恩斯交叉线 横轴表示总需求，纵轴表示企业计划销售的产出，45 线使我们可以把一个轴“转化”成另一轴，在总注曲线和 45 线的相交点，企业的销售量等于它们期望的销售量。

现在我们把总需求引进这个图形；它用 C+I+G+X 线来表示。它向上倾斜，因为如果收入越高，家庭的消费就越多。在总需求曲线跟 45 线的交点处，总需求的水平刚好使企业能够卖掉期望出售的全部产品。这时既没有堆积的非期望的存货，也不减少期望的存货量。所以在 Y_0 点经济处于均衡状态。如果企业要多生产，收入就会达到 Y_1 点，从而总需求将不足。企业将积累过多的存货，从而要缩减生产。同样，在 Y_2 点，销售量超过企业预期的数量，将减少企业的存货。于是，这又会促进生产的再次增加。只有在 Y_0 点是一种均衡状态。

消　　费

家庭把它们的可支配收入（即个人税后的收入）分配于当前消费，或者通过储蓄行为，留给未来消费。因此，消费就取决于：⑴ 可支配收入的数量；⑵ 可支配收入中不用于当前消费的份额，即储蓄的份额。没有用于储蓄的就是用于消费的；所以，我们可通过考察影响储蓄比例的因素来解释收入中用于消费的份额。这些因素是什么呢？

其中一部分主要是社会和历史因素。在一些国家，即时满足的欲望受到鼓励，而在其他国家（或其他历史时期），节俭和有备无患被当作重要的美德。很幸运，这些社会因素只是缓慢地改变，所以在大多数情况下，经济学家可以不考虑它们。

另一个因素是人口的年龄分布。对大多数家庭来说，收入增加可持续到中年，而退休后收入急剧下降。与此同时，每个家庭通常在早期具有更大的需求，因为它要添置家庭用具，并负担抚养子女的一些费用。所以年轻人的家庭和老年人的家庭一般储蓄很少，而中年家庭的储蓄则较多。由于人口的年龄分布不是不变的（想一想婴儿出生高峰的情况），所以它将明显地影响储蓄水平，从而也会影响消费倾向。

财富存量或总资产是决定储蓄率的另一个重要因素。假设一个家庭不打算留下任何遗产，只是为保证其退休期间的消费而储蓄，那么，它已拥有的财富越多，为保证退休的既定生活标准所需的储蓄越少。同样，那些为留下特定遗产而储蓄的人，如果其财富已经很多，他们需要储蓄的数量显然就较少。既然储蓄的唯一目的是要积累财富，我们可以预料，由于比如说股票价格的上涨而造成的财富变动将对储蓄有着很大

的影响。

并不是所有财富对消费和储蓄的影响都是一样的。流动性财富,如持有的存款和短期证券,较之非流动性财富,如房屋或养老金基金的占有权,对消费具有更大的影响。这是因为,当我们说储蓄时指的是净储蓄,即一些家庭的正储蓄减去其他一些家庭的负储蓄或已动用的储蓄。使一些家庭更容易动用储蓄(消费超过收入)的任何因素都将减少总的储蓄率。而拥有流动性财富的确使得动用储蓄更为容易。不拥有流动性财富的人们可能得不到他们所期望的那种信贷,或者很高的信贷成本可能会阻止他们动用储蓄。相比之下,流动性财富的所有者随时可以卖掉流动性财富及动用储蓄。

用来储蓄的收入份额也要受到储蓄的报酬,即税后实际利率的影响。储蓄和利率之间的关系是复杂的。但由于通过改变利率,货币对消费有着很大影响,所以我们不能轻视这种关系。

消费和利率

实际利率从很多方面影响消费。第一,它们改变了收入在当前消费和储蓄之间的分配。这种影响方向是难以确定的。实际利率下降减少了储蓄的报酬,从它本身来看,这将使人们降低他们的储蓄率。同时,如果利率下降,则利息获得者将变穷。因而,为了弥补他们的一部分收入损失,他们将增大生产性努力—— 通过延长工作时间以及把收入中的更大份额用于储蓄。举一个极端的例子,假设某人坚持要在 20 年内积累比如说 100 万美元的不动产,如果利率从 10%降到 5%,那么,他

的储蓄就应当有大量的增加。

利率变动影响消费的第二个途径同家庭怎样持有它们的财富有关。家庭把它们的财富划分成几部分，这样，在边际点上，它们从耐用消费品上获得的估测收益刚好等于从金融资产如证券或银行存款上获得的收益。当证券和银行存款的利率下降时，家庭持有这些资产的动机就下降，而趋向于购买耐用消费品，这样，消费的支出就会增加，第三，当利率下降时，信贷限额将放松。例如信贷公司发现借款变得既容易又便宜，所以它们愿意满足那些他们本来要拒绝的申请人的贷款需求。

第四，当利率下降时，证券价值上升，以致家庭会觉得更富裕了。它们自认为的财富越多，它们的消费就越多。第五，家庭持有的任何资产的升值，从提高它的净价值对债务比率这个意义上来说，是增大了家庭资产的流动性。当家庭的资产流动性较大时，人们就会把流动性资产换成耐用消费品这样的非流动性资产。

消费函数

概括起来，我们可以把消费函数写成：

$$C = a + C(Y - T) + bW + dL + er + fA$$ [①]

这里 C 表示总消费，Y 是个人收入，T 是个人税款（所以 Y − T 等于个人的可支配收入），W 代表财富，L 是对则富流动性的度量，r_r 代表真实利率，A 是对人口年龄的度量；a，b，

① 式中的 r，疑为 r_r 之误—— 译者注。

c,d,e和 f都是常数。[1] 或者,我们可以用一个更简单但不太精确的形式,把收入之外的所有独立变量都当作是常数。如果这样的话,消费函数就变为 $C=a+cY$。参数 a称为自发性消费,因为它独立于收入,而 c则被称为边际消费倾向,因为它是对每 1美元收入的变动引起多少美元的消费变动的度量。[2] 因此,平均消费倾向就是 C/Y。

永久性收入、生命周期和财富

至此,当我们讨论收入和消费之间的关系时,我们还没有说明消费是取决于同一时期内的收入,还是取决于较长时期的收入。在早期,经济学家们采取了似乎很明显的方法,把一年的消费和储蓄同当年的收入联系起来。但这是有疑问的,它受到米尔顿·弗里德曼提出的永久性收入理论和诺贝尔奖金获得者佛朗哥·莫迪里亚尼提出的生命周期假说的挑战。这两种理论都指出,储蓄是为了积累财富,从而我们或者我们的下一代可以在将来消费。储蓄的一个重要动机,也许是最重要的动机,就是不同时期消费的均匀化。这意味着相关的收入不是当年的收入,而是家庭一生中的全部收入。我们可以用另一种方法来说明这一点,即消费并不取决于当期收入,而是取决于家庭的全部财富,包括个人财富 (人力财富是某人赚钱能力

---

① 如果把方程写成自然对数形式,则 b变为消费的收入弹性。

② 到现在为止所讨论的因素并不是影响消费的全部因素,许多实证性的研究发现其他更重要变量还包括收入增长率和收入的相对水平。

的现值)。当期收入并不比未来某些年份将得到的收入的目前贴现价值更为重要。

但是,把消费当作是完全不取决于当前收入,而仅仅取决于一生收入或总财富,又可能是过分了。有些人例如大多数学生都受到资本的限制,他们在一生中的收入足够使他们的消费达到比现在的实际消费更高的水平。但他们不能提高现在的消费水平,因为他们不能从未来收入中借入足够的钱。此外,未来收入是不确定的,有些人可能运用当期的收入作为他们所能消费数额的准绳。因此,把当前和未来的收入都纳入消费函数似乎是有道理的。

投　资

图 12·3列示了各种投资的波动。这些波动的幅度是很大的,特别是存货投资的波动。

企业增加资本要有投资,直至投资的预期成本刚好等于追加资本的使用成本。使用成本有 4个构成要素。一是折旧,

包括精神损耗和物质损耗。二是企业对进行投资所借资金支付的利率，或者企业把自己的一部分未分配利润用于投资时，这部分资金的估算利率。三是企业风险性地使用资金所得到的风险报酬。四是税收效应。根据现行法律，企业通过投资可使它的部分收入免于纳税。

资本的边际生产力和投资速度

图 12·4表明资本收益是现有资本量的函数。当增加额外的资本时，它的收益或资本边际生产力将下降。在图中，已知资本边际生产力是下降的，我们可以预料在一段时期内，当

资本量增加时，资本的边际生产力要下降。但图 12 · 4 是在假定劳动力数量不变和技术不变的前提下来表示资本边际生产力的。劳动力的增加会增加对资本的需求，而新技术也常会这样。① 结果，尽管资本量不断增加，没有理由假定资本边际生产力在长期中是下降的。

如果某种因素，如新技术，使资本的边际生产力上升，或者，如果资本的使用成本降低，那么企业就会进行新的投资，

① 但绝不是所有的技术革新都会增加资本需求；从每 1 美元产量需要较少的资本这个角度来说，有些技术革新是会节约资本的。前几年要买一台大计算机才能得到的计算能力，现在只需用小得多的资本费用购买一台微型计算机即可得到。

直至资本的边际收益再次等于资本的边际使用成本。比如说，一个企业的资本是股本 1000 万美元，而投资是流量，并且有着时间维数，比如说每年 200 万美元。这样，即使我们知道企业需要多少追加资本，但并不知道它的投资速率。如果企业需要把资本量从 2000 万美元增加到 3000 万美元，它可以在一个月内按 1000 万美元的投资速度进行投资，也可以按每年 200 万美元的速度投资 5 年。企业以多快的速度达到它的最佳资本量，一方面取决于使用不充足的资本进行经营的相对成本，另一方面取决于由于加快投资速度引起的更大成本。我们可以画一条曲线，把投资收益不是与资本量相联系，而是与每年投资的数量联系起来。这条曲线，如图 12·5 所示，可以度量投资的边际效益。正是这条曲线，而不是资本的边际生产力曲线，直接决定着投资。

资本的使用成本

折旧是资本使用成本的一个构成要素，它取决于技术，因此在这里暂不讨论。另一个构成要素是实际利率。利率越高，资本在未来产生的收入流动的现值就越低。正如第6章所述，按照每年Y美元的未来支付流量的现值是 $PV=Y(1+r)+Y/(1+r)^2+Y/(1+r)^3+\cdots Y/(1+r)^n$。很明显，r越高，则这一现值就越低。特别是，如表12·1所示，当利率上升时，离现在较远的支付将相当快地损失其价值。这样，当利率为10%时，10年后的100美元的现值为35美元，当利率为20%时，它的现值只有16美元！所以，对于某些投资如修建铁路

表12.1　在不同时期得到1美元的现值

从现在算起的年数	根据下列利率百分比的贴现额		
	20%	10%	5%
1	83ψ	91ψ	95ψ
2	69	83	91
3	58	68	86
4	48	62	82
5	40	56	78
6	33	52	75
7	28	46	71
8	23	42	68
9	19	39	65
10	16	35	61

来说只能在比如说5年后才产生收入，并且可在其后20年内

不断带来收入。对这些投资来说,利率具有非常大的重要性。

应当用来计算未来收入贴现值的利率通常是不同收益的复杂混合。其中一个构成要素是对企业用于投资而不是支付给股东的未分配利润的估算利率。既然股东宁愿现在得到1美元的股息,而不愿在下一年得到1美元的股息,所以企业必须对这部分自有资金计算一个估计利率。否则的话,它将投资过多,支付股息太少。

资本的另一种成本是借入资金的成本。这不仅仅是利率。假设一个企业以10%的利率借入500万美元。这一种贷款的真实成本大于10%,甚至可能大大地超过10%。企业借款越多,其债务对净资产的比率就越高。所以,只要它的总资产价值降低很小的百分数,就会耗尽它的自有资本,甚至趋于破产。换句话说,企业借款越多,它无法支付利息并且破产的可能性就越大。因此,当一个企业借款时,它不仅仅只是需要支付利息,而且具有更多的风险。如果该企业还有其他的未偿贷款,那么当这些贷款需要展期时,债权人就会要求更高的利率以补偿他们所承受的更大风险。

此外,企业的股东也会面临更大的风险,这将降低他们的股票的价值,从而也降低股票价格。股票价格的下跌,可以看作是风险报酬的增加。企业投资的预期收益跟以前一样,但却变得较不确定。所以该企业股票的持有人将要求更大的报酬。

企业可能会重新组合其资产负债来对付风险的增长,它可能发行更多的股票以避免借入资本对股本比率的提高。只要采取这一措施,资本的使用成本就是它对贷款支付的利率

和新发行股票收益率的混合。所发行股票的收益率反映了原来各股东所得到的收入在可获得总盈利中所占份额的减少。例如,一个企业把现有股票增加 10%,则每一份原有股票从该企业得到的收益比原先少了 10%。

产出和投资

由于使用资本的唯一原因就是生产产品,资本的边际生产力从而投资率取决于产出的数量以及资本的使用成本,假定实际工资、资本的使用成本和技术条件不变。我们来考察净投资,即扣除折旧部分后的投资。一个企业将投资多少?如果它的产出不变,它的净投资并不会正好不变;净投资将等于零。在产出不变的情况下,企业期望的资本量也不变,所以它不必通过投资来增加资本量。如果产出下降,则企业的资本多于所需要的数量,它将通过不更新折旧资本的方法以减少投资。这种投资的缩减是一个缓慢的过程。

只有产出增加,企业才会进行净投资。这样,投资的数量将部分地取决于它的最优资本系数,即单位美元产出的最佳资本量。如果产出以不断的增长速度(即加速度)增长,则投资将戏剧性地增加。表 12 · 3 列示了一个例子。只要产出保持在 100 美元不变,则唯一的投资就是 10 美元的更新投资。但

表 12.2 产出和投资

产 值	所需机器的价值[a]	更新投资[b]	新增投资	总投资[c]
$100	$500	$10	$ 0	$ 10
100	500	10	0	+10
120	600	10	100	+110

a:1 美元产出需要 5 美元的机器。

b:折旧等于上期机器价值的 10%。

c:更新投资加上新增投资是当产出从 100 美元增加到 120 美元时,企业就追加了 100 美元的新增资本。结果,总投资(即新增投资加上更新投资)增为 110 美元。这样,产出增加 20%时,投资增加的幅度不是 10%,而是原先投资率的 11 倍。

投资的稳定性

在不同时期,既然产出经常是加速增长的,那么,所谓的加速器或加速原理似乎表明投资是非常易变的。这意味着,在缺乏政府稳定政策的情况下,经济将是非常不稳定的。但是有一个改进因素,企业可能缓慢地趋向最佳资本量,所以每年的投资并非反复不定的。这里有着下述几个理由:

第一,企业并不是像一台程序设计不良的自动装置那样对低于最佳水平的资本量作出反应。实际上,如果企业认为较高的需求只是暂时的,它就会按原有的资本量进行经营。玩具制造商并不会在 12 月份需求增加时大量增加投资。第二,高速度投资会打乱企业的其他活动,所以企业都努力把投资分摊到不同年份。第三,当企业借款较多时,它的资本成本可能

会增加。例如,如果它要借款的金额超过银行将借给的金额,它可能就不得不通过发行新股票来增加资本,或者通过代理融通(factoring),即出售自己的应收帐款来筹资。这两种筹资方式的费用都可能比银行贷款大得多,也就可以限制企业的投资。第四,当许多企业在同一时期试图进行投资时,固定资产的成本可能大幅度上升,致使有些企业推迟投资。此外,如果许多企业都要借款,则利率将上升。这又会阻止一些企业的投资,而其他一些企业将被迫完全退出借贷市场。如果可用于投资的资金供给对借款需求没有对应关系,那么,投资就不可能大量增加。[①]

但是,除了加速原理之外,还有其他原因可能使投资不稳定。某些经济学家认为,就像企业觉察到的那样,资本的边际生产力曲线是相当不稳定的。所以凯恩斯写道:

> 我们对那些将决定几年以后投资收益的因素的认识通常是相当肤浅的,而且常常是微不足道的……我们必须承认我们对于10年后的一条铁路、一座铜矿、一家纺织厂的收益估计的基础知识太少了,有时甚至是毫无所知。[②]

如果我们缺乏可信的知识,那么我们的意见就不能确定,从而会有根本的修改。所以有些经济学家指出,不合理地在乐观和悲观之间

---

① 虽然固定资产和贷款的竞争意味着所有企业的总投资比单一企业的投资更为稳定,但是在另一方面,企业之间的相互作用将使投资更不稳定。当一个企业购买固定资产进行投资时,它创造了需求,从而刺激了生产这些固定资产企业的投资。

② 参见约翰·梅纳德·凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,哈考特·布雷斯图书公司(纽约)1936年版,第149—150页。

摇摆,会造成投资的剧烈动荡,使经济不稳定。其他经济学家则对企业在作出投资决策时会如此不合理地感情用事感到怀疑。

投资和消费的相互作用:投资乘数

我们从加速原理知道,需求的变动从而产出的变动,会引起投资的变动。我们现在要论述的投资乘数将说明投资变动如何引起消费的变动(必须指出:不能把投资乘数和第10章的货币乘数混淆起来)。

投资乘数的基本思想是简单明了的。当企业进行投资时,它的支出将产生收入。然而这种收入的接受者把它的一部分消费掉,他们的消费又产生了别人的收入,依此类推。

乍看起来,1美元的投资支出被一连串的接受者花掉时,好像会产生持续的1美元收入流量,实际并非如此。在这一链条上的新增收入接受者并不会一般地把他们所增加的收入百分之百地消费掉。他们会把其中的一部分储蓄起来。而且并不是所有的增加收入都是可支配收入。有一些要用于支付个人所得税。所以,在这个链条的每个环节上,只有一部分增加的收入被消费掉,因而支出带来的结果是递减的,支出的系列链条是:

$$\$1c+\$1c^2+\$1c^3\cdots\$1c^n,$$

这里,c代表边际消费倾向。[①] 这个级数的和为$1/(1-c)$。例如,假设由于税收和边际储蓄倾向,人们只消费税前收入的50%。这样,当某

① 考虑到对进口商品的支出没有直接变为美国居民的收入这个事实,c可以定义为对国内生产的商品和劳务的边际消费倾向。

人得到1美元增加收入时,他把50美分花掉,别人的收入将只是增加50美分,后者又花掉25美分,依此类推。当我们把这整个链条加起来时,收入不是增加1美元,而是增加2美元。

政府支出、税收和出口

假设政府购买更多的商品和劳务。像企业的投资支出一样,政府的这种支出也会变成某些人的收入。这些收入的获得者按照对于私人投资带来收入的同样方式加以消费。因此,适用于政府购买商品和劳务的投资乘数刚好和适用于私人投资的投资乘数相一致。[①] 所得税的提高会通过减少乘数值而降低总需求。在这个链条的每个环节上,渗漏到税收中去的部分变大了,所以在每个环节上,总收入中用于消费的份额减少了。这就缩小了乘数,从而要减少收入。

这样,增加政府支出和降低税率都会使名义收入增加。由于政府支出超过政府收入就是财政赤字,这意味着财政赤字的扩大使名义收入增加。但是,我们在下一章将看到,较高的赤字又会使利率上升。然后,利率上升的效应将部分抵消赤字的扩张效应,被抵消的部分可能很大。

虽然经济学家普遍接受财政赤字会增加名义收入的观点,但并不

---

① 假设政府支出包括转移支付。转移支付不是国民生产总值的组成部分。所以国民生产总值只有在转移支付的获得者把它们消费掉时才会增加。把上述序列的第一项消去后,政府转移支付的乘数小于政府购买新生产商品和劳务的乘数。们有如此远见以及会这样地关心他们的后代。

是所有的经济学家都接受。它受到罗契斯特大学的罗伯特·巴罗的挑战。他的论点，即所谓的李嘉图等量学说，指的是人们将考虑很远的未来期间的情况。当政府发生赤字时，人们将意识到要由他们及其后代来偿付这笔债，或者将持续不断地为此支付利息。由于他们不希望这副重担落在他们后代的肩上，所以他们就增加储蓄，直到足以使他们后代的生活能与原先的水平一样好。为此，他们要减少自己的消费使之等同于政府的赤字数额。结果，赤字并没有增加名义收入。这种论点受到许多经济学家的强烈反对，他们怀疑人总需求的最后一个构成要素是净出口，即出口减去进口。假设美国出口增加，生产这些出口商品的人将增加收入，并把一部分收入消费掉，所以又会出现一个乘数序列。净出口的另一个构成要素（负数）是进口，我们可以把对外国人的支付当作从美国收入中支付的扣除，因而要从美国的总需求和名义收入中扣除掉进口的份额。（但这并不一定意味着增加进口会减少实际收入。）

收入的稳定性

投资乘数告诉我们，1美元投资会使收入的增加超过1美元。加速器原理则告诉我们，1美元的消费从而产出会使投资增加超过1美元。这会导致爆炸性情况。假设投资增加10亿美元。当乘数等于2时，它会使总需求增加20亿美元。为

了生产这个增大了的产量而产生的对资本的需求，又会使投资增加比如说100亿美元，这又将再次增加收入和消费。在边际消费倾向和资本系数的值足够大时，乘数和加速器的相互作用会使收入急剧上升或下降。

这种情况可能会发生，但并非一定会发生。如果人们在决定消费数量时只考虑到他们的当前收入，则边际消费倾向将很高。但是，假定消费像永久性收入理论和生命周期理论所说的那样，取决于长时期内的收入或财富，如果这样的话，当收入暂时增加时，消费就不会大幅度增加。结果，短期边际消费倾向很低，从而乘数是较小的。同样，假定由于上面讨论过的那些原因，企业对需求的上升只是慢慢地调节资本量，而不是立即调整，则短期的加速器效应就更小。这也会减少急剧波动的可能性。此外，如第15章将讨论的那样，当消费或投资增加时，利率会上升，这又会阻止收入的增加。

小　　结

1.供给的冲击会引起经济波动，但大多数经济学家认为，大部分波动是由于总需求的波动，总需求和名义收入相等。

2.可以从货币的角度，运用货币数量论的方程式MV＝YP或M＝KYP，或者运用货币的交易流通速度MV′＝PT，来分析总需求。

3.消费取决于可支配收入、财富、流动性、利率和人口年龄分布。永久性收入理论声称度量的相关收入是长期收入，而生命周期假说用家庭一生的全部财富而不是它的当期收入来决定消费。

4.投资是增加资本量的过程。它取决于投资的边际效率和资本的使用成本。加速器原理把适宜的资本量和产出联系起来。尽管如此，投资并不一定是易变的。

5.投资乘数把消费与投资、政府支出和净出口相联系。乘数和加速器的相互作用原则上会引起收入的急剧变动。但如果存在投资时滞，如果消费取决于长期收入或财富，而不是取决于当前收入，那么相互作用的这种可能性不大。

问题与练习

1.解释总需求和名义收入之间的关系。

2.解释货币的收入流通速度的含义。假设要建立一个方程，把货币同消费品的产量和价格联系起来，你将怎么做？

3.讨论当期收入、永久性收入、财富和流动性的变动对消费的影响。

4.什么是资本的使用成本？

5.讨论产量和投资之间的关系？

6.尽管存在投资乘数和加速器的作用,什么因素将使收入稳定?

13

利　　率

前一章讨论了决定总需求的变量。在货币银行学的书籍中,利率是有关的变量之一,并总是受到特别的重视。我们在第 6 章讨论过利率,但当时只是把它当成是一个给定的确定性标准或一般性利率,而且侧重于多种证券的利率差别。现在,我们要考察决定这一般利率水平的因素。

利率的重要性

利率的变动对经济有着重大的影响。例如在 70 年代和 80 年代初,当利率突然上升时,储蓄机构遭到了破坏。如果它们能意识到利率将如何变动,那么它们就不会承受那样大的利率风险。同样,如果借款人或贷款人知道 80 年代初实际利

率将达到多高水平，那么不发达国家的债务就不会发展到现在这样的状况。80年代农业危机的一个最重要原因是，许多农场主相信实际利率会保持在低水平而过多地借款。

利率之所以重要，有两个原因：第一，利率是现在而不是将来获得商品资源的价格。换句话说，利率是用现在的商品和资源来度量的未来的商品和资源的价格。即使没有通货膨胀，下一年的1美元价值对我们来说，也会小于当年的1美元价值。这种以未来商品交换当前商品的现象盛行于我们的经济生活。定庭必须决定：应当现在多消费一些，还是先进行储蓄，到将来再多消费；应当在今年多工作，还是明年多工作？企业厂商为生产未来才能完工的产品，现在就必须进行支付。所以，利率是一种价格，它通常含蓄地渗入到经济的每一个偏僻

图 13·1

的角落。

第二，一种价格越是反复不定，它对经济的影响就越大。正如图 13。1 所示，利息是非常易变的，而人们的提法往往会掩饰利率的变动幅度。假设黄油价格从 1 美元上升到 2 美元，我们称之为上涨 100%。但比如说当利率从 6%上升到 12%时，我们通常称之为上升 6%，而不是说上升 100%，这是因为利率已经按百分数计算了。

利率的决定因素

通常，在经济学中我们通过供需关系来解释一种价格，例如利率。我们将从两方面入手，首先讨论可贷放资金理论，它侧重于贷款市场。然后讨论流动性偏好理论，它侧重于持有货币的相对成本。流动性偏好是凯恩斯用来表示货币需求的术语。这两种理论都把其他获利资产如公司股票的收益和债券质量（即债券的风险和流动性）当作是固定的。它们使用“债券”一词来泛指全部支付承诺。我们首先考察私营市场的情况，暂时从略联邦储备系统。

从供给角度考察可贷放资金理论

在可贷放资金市场上，有 3 个供给来源。一是家庭、政府和企业的实际储蓄。1985 年，家庭储蓄在储蓄总额中占 23%，

企业的储蓄占102%，各级政府的储蓄合起来为–25%。

第二个来源是实际资本流入，即外国人购买美国的债券。他们对美国的证券的需求较少地取决于他们现在的储蓄数量，而较多地取决于他们要以美国证券的形式持有的总资产的比例。这种比例又要取决于美国证券相对于外国证券的收益以及预期的汇率变动。例如，假定美国证券的利率是10%，而外国证券的利率是8%，除非美元贬值2%或者更多，人们持有美国证券较之持有外国证券就会赚取更多的收入。然而持有以别国通货表现的证券作为资产会有一定的风险。所以，倘若美国证券的预期收益（利息减去美元的预期贬值）只是稍微超过外国证券收益时，并不会带来大量的资本流入。

国外资金的流出和流入的数额可能是很大的。在公认为不寻常的1985年，资本净流入等于美国全部储蓄的20%。从第一次世界大战到1977年，资本流量一般都是负值，也就是说，美国人在外国的投资大于外国人在美国的投资。我们把这种资本流出称为是负的资本供给。

可贷放资金的第三个来源是实际货币供给量的增加（后面我们将讨论如果只是名义货币增加时会出现什么情况）。假设银行的准备金增加，为了使这些准备金能赚取收入，银行就要购买债券或发放更多的贷款。在这两种情况下，可贷放资金的供给都会增加，从而造成利率下降。

从需求角度考察可贷放资金理论

可贷放资金的需求有好几个构成要素。一个是要购买实物资产的投资者的实际资金需求，这些实物资产大到核工厂，

小到花卉商的玫瑰存货;第二个构成要素是政府(联邦、州和地方)必须通过借款来集资弥补的实际赤字数额;最后,有些家庭和企业为了增加它们的实际货币持有量而借款或减少贷款。通过持有一定数量的货币来减少交易成本和风险是合理的,尽管这要负担利息。[①]

可贷放资金市场的供给和需求

这样,下述的各因素将决定利率:⑴ 储蓄的实际供给量;⑵ 实际资本的净流入或净流出;⑶ 实际货币供给的增加;⑷ 投资需要的实际资金;⑸ 政府的实际赤字;⑹ 持有实际货币需求的增加。通常,我们可以把供给和需求画成一个图。如图 13·2所示,纵轴表示价格—— 在这种情况下就是利率。

① 那些要进行消费的人们的资金需求是怎样的呢?这就必须直接把储蓄而不是全部收入(即储蓄加消费)当作可贷放资金供给的一部分。所以我们已经扣除消费所需要的资金。

因此，均衡利率就是使供给等于需求时的利率。在这个图中，我们把收入、财富和其他价格当作常数。

这些曲线如何倾斜？如果利率上升，人们是否会增加储蓄尚难肯定。但在图 13.2 中，我们假定他们增加了储蓄，尽管这带有点主观随意性。资本流入是美国利率的正函数。美国的利率越高，外国人持有更多的美国证券就越值得。尽管存在汇率变动从而使他们持有的美元的价值低于持有自己国家通货的价值的风险（当然，如果外国的利率上升，资本流入将减少）。如果联邦储备系统保持的基础货币不变，则在利率上升时，货币供给会增加，因为利率上升使货币乘数增大。

在需求这一边，利率上升时，投资就下降。同样，利率越高，人们要持有的实际货币就越少，因为持有货币的成本已提高。[①] 联邦政府赤字对利率的反应要么是不敏感的，要么便是过度敏感。政府并不因为借款成本较大而减少借款。相反，它又可能不惜较高的利息成本而增加借款，以维持其他支出。

联邦储备系统如何适应这种情况？新闻报道经常说联邦储备系统在提高和降低利率。它通过 3 种影响供给和需求的办法来达到这个目的。最重要的方法是作为证券的出售者或购买者进入市场，从而改变银行的准备金。第二种办法是通过改变贴现率，即存款机构可以从联邦储备系统借款的利率。第三种方法是改变公众对未来利率的预期。只要关于期限结构

---

① 但是，由于有些货币也要支付利息，因而利率提高对货币转换为债券不是不会起刺激作用吗？事实并非如此，货币的利率滞后于证券利率。所以，当债券利率上升时，把货币转换为债券是有利可图的。

的预期理论是正确的，那么当前的长期利率便主要取决于人们对未来利率的预期。联邦储备系统可以影响这些预期。

如图 13·3 所示，假定可贷放资金的供给现在已增加，利率将下降。相反，当可贷放资金的需求从 D 增加到 D 而供给不变时，利率从 r_0 上升到 r_2。

流动性偏好理论

考察利率的另一种理论是流动性偏好理论，它侧重于货币的供需关系。这种理论论述存量（与可贷放资金理论主要关注各个时期的储蓄和资本流入等的流量相反）。货币供给被视为存量，相对应的货币需求也被说成是存量。这只是一个表达问题。因为流量代表存量的变动，所以人们总是可以用存量来重新表述流量理论。

流动性偏好理论的基本思想是,均衡状态下的利率应当使货币供给等于货币需求。例如,在图13·4(A)中,当利率为r_1时,有些人的货币余额超过他们在这个利率情况下想要持有的货币量。因而他们有些过量的货币可以借出,这样就会降低利率。同样,当利率为r_2时,人们想要持有的货币量多于他们已有的数量。当他们借款或收回贷款时,利率会上升。只有当利率为r_3时,货币市场才是均衡的。

一般地说,流动性偏好理论和可贷放资金理论没有矛盾。它只不过是考虑利率的另一种方式——有时是更为方便的方式。这是因为所论述的6个因素在可贷放资金理论中能够决定利率,在流动性偏好理论中也同样能够决定利率。

为了说明这个问题,假设实际储蓄增加。当人们减少消费时,他们也减少为进行消费而持有的货币数量,他们的货币需求将减少。因此,按照流动性偏好理论(以及可贷放资金理论),当流动性偏好曲线从LP_1移到LP_2时(见图13·4B),利率从r_3降到r_4。其次,假设外国资本流进美国市场。如同第23章将解释的那样,美国的出口将下降,而进口将增加,从而会导致美国收入的减少。当收入减少时,对实际货币的需求也会降低。图13·4(B)的流动性偏好曲线又会向下移动,并使利率下降。第三,假定在图13·4(B)中,实际货币供给从M增加到M_1,这样利率又将下降到r_5。

第四,假定投资增加。为了进行投资,企业必须暂时持有更多的实际货币。这就使流动性偏好曲线上移,所以利率将上升。第五,如果政府由于购买更多的商品和劳务而发生了赤字,则这些商品和劳务的卖主得到了更多的收入,从而扩大了

对实际货币的需求。流动性偏好曲线再次上移且利率上升。[①]最后，假定人们要持有更多的实际货币，这只不过是再

次说明流动性偏好曲线将向上移动。

所以，可贷放资金理论中使利率变动的全部因素，在流动性偏好理论中都会促使利率变动。相反，流动性偏好理论的两

① 从原则上来说，政府支出的增加对利率也有直接影响，因为为了增加支出，政府必须持有更多的货币。但联邦政府每1美元支出所持有的货币数量是微不足道的，此外，货币的标准定义把政府持有的货币余额排除在外。

个变量，货币供给和货币需求，是可贷放资金理论的组成部分。

几种变量对利率的影响

边际消费倾向、债券的风险、资本收益、收入和财富的变动都只是间接地进入利率的这两种理论。利率如何对这些变量的变动发生反应呢？

边际消费倾向增大会降低储蓄，常识和可贷放理论都告诉我们，这会通过减少可贷放资金的供给而使利率上升。现在假设债券风险增大，这可能是由于利率变得更为易变。为了使人们不顾风险增大而持有债券，债券的利率就必须提高。

资本边际生产率的提高会使投资增加，从而增加对可贷放资金的需求，转而使利率上升。另外，现在的资本收益率已提高，人们要卖出一部分债券以便购买更多的资本。但是有些人必须持有这些现有的债券数量。所以债券价格必须下降，以便使债券收益上升到足以使人们愿意持有这些现有的债券数量。

实际收入增加的情况比较复杂。一方面，当实际收入增加时，实际货币需求因而增加，这会使利率上升。另一方面，由于收入增加，储蓄也会增加，这将使利率下降。那么，哪一种效应起决定作用？用可贷放资金理论来回答这个问题是很困难的。然而，用流动性偏好理论却比较容易。当实际收入增加时，对实际货币的需求也增加，而实际货币供给不变，因此利率必然会上升。

财富增加的影响是很微妙的。它取决于财富如何增加。假

设财富是由于政府发行更多的债券而增加。[1] 政府实行减税，以便人们持有的政府债券不会因为支付税款成为注销支票。他们不会把全部增加的收入都用于购买债券，而是通过卖出一部分债券，再购买一些其他资产，如公司股票、房屋、定期存款等，从而使他们的资产多样化。当他们卖出债券时，将造成债券价格下跌，利率上升。换句话说，当债券较多时，债券的收益必须增大，以诱使人们持有较多的债券。

假定财富是由于其他原因而增加。可能是由于股票价格上升，从而股票资产组合的总价值增加，或者货币存量增加。现在，人们把财富的一部分转化为债券，于是造成债券价格上升，利率下降。

利率的预测

既然知道了决定利率的因素，我们能否预测利率和股票价格将如何变动呢？能还是不能？如果我们知道资本生产率和财富等的变动，那么就可以预测利率的变动。但这个如果条件很重要。此外，即使我们知道利率将如何变动，但如果其他人也知道，那仍然不能凭借这一知识而获利。例如，假设我们从电视上得知联邦政府的赤字将减少，我们预测利率将下降，债券价格将上升。所以要在现在购进债券以便随后卖出。但这已经为时太晚了。其他人也会这么做，从而使债券价格马上上升。为了在这种市场上赚钱，不仅要知道将发生什么变动，而

① 我们在第 6 章讨论了政府债券究竟是不是净财富，这里，我们假定它们是净财富。

且还要能先于别人知道。这是有效市场理论的一个应用，这种理论认为，各种市场都使价格确定在已经考虑到所有可获得的信息的水平上。如果要想在市场上发大财，须知人所不知，旧的消息是无用的消息。

名义货币供给和利率

可贷放资金理论和流动性偏好理论都告诉我们，当实际的货币量增加时，利率将下降。但是，如果名义货币量增加，又会发生什么情况呢？这是一个复杂的问题，让我们分几个层次来加以说明。首先假定：⑴价格不变；⑵没有所得税；⑶通货膨胀率的变动不会影响边际消费倾向或资本的边际生产率。

价　格　不　变

如果价格不变，则名义货币供给的增加同实际货币供给的增加一样，都会降低实际利率。这就是流动性效应。利率的降低会刺激投资和消费，从而导致收入增加。当收入增加时，利率又会上升——但不会一直上升到原来的水平。

为了弄清利率为何不会一直上升到原来的水平，我们可以想象一下，如果利率回到原来的水平的话，情况又会如何呢？当实际利率回到原先水平时，消费、投资，从而收入都会回

到原来水平。它们之所以终究会增加，唯一的原因是利率已下降。但是，如果收入和利率都回到原先的水平，那么，谁还想要持有这种增加的名义货币供给？起初，人们要持有更多的货币是因为利率下降和收入增加。但在假设的情况下，实际利率一直回到原先的水平，持有较多货币的那些动机不复存在了。这就将造成货币供给过多，利率又得下降。

价格完全可变

现在我们放弃价格不变的假定，而设想它们是完全可变的。在价格完全可变的情况下，只有不存在闲置生产能力或非自愿失业时，均衡才能存在。如果存在闲置生产能力，则它的所有者就会降低价格，从而使它们的资源再次发挥作用。

假设在这样一个价格完全可变的经济中，名义货币供给增加了。同上述情况一样，起初实际利率会下降，总需求会增加。但是，既然产量已经达到充分就业水平，它就不能再增加以满足扩大了的需求，从而将导致价格（也只是价格）的上升。只要总需求超过原先的水平，价格就继续上升。而且，只要利率低于原先的水平，总需求就将高于原先的水平之上。

但是，当价格不断上涨时，实际货币存量会下降，最终回到原先的水平。这时，实际利率也等于名义货币供给增加之前的利率。这是因为，使利率下降的唯一因素是实际货币供给增大，而现在的实际货币供给已不再增大了。

图 13·5 说明了所发生的变化。最初，货币供给从 M_0/P_0 增加到 M_1/P_0。（货币供给刚增加时，价格还是 P_0，因为价格还来不及调整）。当实际货币供给增加到 M_1/P_0 时，利率从 r_0

降到r_1。其结果是总需求增加。企业厂商把价格提高到P_1,从而实际货币供给降到M_1/P_1,利率则上升到r_2。但由于利率仍低于r_0,价格将继续上升,实际货币存量则继续下降。当利率等于r_3时,情况也是这样。只有当利率回到r_0,实际货币供给回到M_0时,这个过程才会结束。名义货币供给的增加使价格同比例上升,从而使实际利率维持不变。

名义利率的变动取决于价格上升是否属于可预测的。当人们意识到价格已经在上升时,他们很可能预期价格会进一步上升。贷款人将在利率上加入一个通货膨胀升水以补偿他们的资本实际价值的损失。例如,某人在没有通货膨胀的情况下愿意以3%的利率贷款,如果他预期通货膨胀率为6%,就会要求9%的利率。预期通货膨胀率为6%的借款人会同意多

付6%的利率，因为他知道每借入1美元，在第二年底需要偿还的实际价值只有94美分。这就称为费雪效应。[①] 这样，我们有如下的关系式：

名义利率＝预期的实际利率＋预期的通货膨胀率[②]

或者

预期的实际利率＝名义利率－预期的通货膨胀率

用符号来表示：

$$r = r_r^e + dp^e \text{ 或}$$

$$r_r^e = r - dp^e$$

这里，r 表示名义利率，r_r 表示实际利率，dp 表示通货膨胀率，上标 e 字则表示预期值。

在这些方程中，实际利率是预期的实际利率，而不一定是真实的实际利率。当洽谈一笔贷款时，借款人和放款人都不知道实际利率将是多少，因为他们只能猜测通货膨胀率。这样为使实际利率不变而在名义利率中加入的通货膨胀升水就可能偏高或偏低。真实的实际利率应当是：

$$r_r = r - dp$$

如果 dp^e 不同于 dp，则 r_r^e 将不同于 r_r。

税 收 效 应

税收使问题变得复杂了，因为税收制度不会对通货膨胀

① 欧文·费雪推导出通货膨胀率与名义利率之间的关系。但他认为名义利率不包括对通货膨胀率的充分调整，除非在很长的时期内才有可能。

② 本式中的“＋”号，原文误印为“－”号——译者注。

进行适当的反应。假设实际利率为3%,通货膨胀率为6%,则名义利率为9%。虽然贷款人借出1美元只得到3美分的收入,可是,税收制度却忽视了这个事实。它不是对贷款人的3美分实际收入课税,而是对他得到的全部9美分收入课税。同时,借款人可从应税收入中减免的不仅仅是3美分的真正利息,而是全部的9美分利息。[①] 所以所得税实际上是专门对贷款人课税而补贴借款人的。

为了弄清这个问题对利率有何影响,我们可想象一个类似的情形:假设每售出一本书,政府就对买主课征1美元的税,并把这1美元给卖者。既然没有理由改变书的均衡价格,市场将消除政府的这一行动。该书的价格只要下降1美元,买主的税后成本和卖主的补贴后收入就跟原先一样了。

把这个原理运用到利率中,可以得出:

$$r_{rat}=r(1-T)-dp$$

这里r_{rat}是税后实际利率,T是对利息收入的边际税率,同上文一样,r是名义利率,dp是通货膨胀率。这种税收调节被称为达比效应,这是以它的发明者——加利福尼亚大学洛杉矶分校的迈克尔·达比命名的。

① 这个讨论中,我们假定贷款人和借款人属于相同的课税挡次,并略去由于一些收入可以免税而引起的复杂性。

利率变动的结果：辨误模型

现在我们可以观察在一个经济中，如果价格调整存在一段时滞，而且人们只是适应性地形成他们的预期，那么利率对货币供应的增加会发生怎样的反应？特别是，起初他们预测未来将与过去相似。如果事实证明这种预测是错误的，他们就会根据这种新的经验，部分地调整自己的预期。例如，假设他们最初预期通货膨胀率为 5%，而实际上价格上涨了 8%，那么他们可能预测下一时期的价格将上升比如说 6%。[①] 所以在相当长的时间内，通货膨胀升水将滞后于真实的通货膨胀率。

在这样的经济中，当名义货币供给增加时，利率将如何变动？名义和实际的预期利率首先都会下降，但实际的预期利率最终会回到原先的水平。如果（这是个重要的如果）通货膨胀的预期在这个阶段尚未确立，从而 P^e 等于零，名义利率等于预期的实际利率。但这是难以置信的。当价格上涨时，人们会预期价格进一步上涨，所以 P^e 是正值，从而会使税后的名义利率高于真实利率，而税前名义利率的上升幅度将更大。在这

① 为什么人们不把他们的预期直接调整到 8%？原因是他们在决定价格将上涨 5%时用了相当多的资料。他们不能仅仅因为一个月发现了误差而放弃所有的这些资料。

个阶段,预期的税前和税后名利率都可能但并非一定会高于货币供给增加前的水平。

实际利率最终要回到原先的水平。这时,名义利率高于货币增加前的水平。因为,借款人和贷款人都预期价格将继续上涨。

到此为止,都假定预期价格是适应性地进行调整,实际价格行为存在着一定的时间滞后差。事实可能如此,但又非绝对如此。人们可能会运用以适当的成本获得的所有资料来合理地形成自己的预期,而不是单凭观察过去发生的事情来形成预期。如果这样的话,低估通货膨胀率的可能性较小,而高估的可能性较大。所有这些都需要进行解释,但这已属于题外话了。

什么是合理预期?

根据合理预期理论,人们在已知所有可得到的信息时,就可以完全合理地进行预测。这跟人们在辨误模型中仅仅推算一系列过去行为如利率的做法有很大差别。在辨误模型中,当利率下降幅度超过预期时,人们用不着费神地追问以前的预测为什么出现差错。此外,由于他们通常在每个时期内只是部分地调整自己的预测,所以他们容易犯系列性错误。例如,他们将在很多时期内高估了利率。相反,在合理预期理论中,人们运用所能得到的全部信息进行预测。为此,他们必须记住一些经济模型,以便能够解释新的信息。例如,运用经济学课程中所学的知识,他们将预期到,如果国会要求联邦储备系统降低利率,则通货膨胀将大幅度地加速。但是,那些从未学过经

济学的人将怎么办呢？他们也可能获得一些信息以便对通货膨胀率将如何受影响这个问题作出判断。每个人都具有用来解释新信息的明白的或者含蓄的理论。

如果我们知道了人们所用的这些（大部分是不完全的）理论，那么经济学将得到大大的发展。但是，我们并不知道这些理论，所以我们必须作一些假定。一种合理的假定是，人们的理论与经济学家的理论很相符。这并不意味着每个人都按照经济学的方法去思考，而只是意味着他们的结论平均起来接近于经济学家的模型。这并不像乍听起来那样不现实，因为最重要的决策主要是由经验丰富的经理作出的，他们正是由于常常能够正确地预测才登上经理宝座。这些经理无需在工具箱中藏着经济学家的理论就可以得出跟经济学家同样的结论。例如，有些人可能不知道解释利率期限结构的理论，但是当短期利率变动时，许多人都会运用某种方法直观地推测利率的长期行为；鸟儿无需学习空气动力学也能飞翔。

此外，假定人们能够进行合理预期与人们可以作出精确的预测并不是一回事；经济模型肯定不能达到精确。它的意思是，不同于辨误模型，人们不会在任何一段时间内发生系列性的错误。他们仍会发生错误，但这些错误是随机的，而且其平均值等于零。为了说明这个问题，我们举一个日常生活的例子。假设现在的火车运行速度已经减慢，所以每次旅行平均多花10分钟，但这件事没有公布。第一天，几乎每个人都上班迟到了。运用辨误模型的人第二天将提早动身，比如说提前6分钟，而迟到4分钟。但是按合理预期行事的人可能会记得，前几年气候跟现在一样时，火车通常晚点10分钟，或者他们可

能会打电话到铁路局要一本新的时间表。这样的人可能不会总是按时上班,因为火车有时慢了些,有时又快了些。但是,这个人的迟到(或早到)次数要少于前一个人。

利率变动的结果:合理预期

假设人们像合理预期理论所述的那样行事,那么,当货币增长率加快时,企业厂商将意识到均衡的通货膨胀率提高了。它们知道对其产品需求的增加不是暂时的侥幸,于是会毫不犹豫地马上提高价格。这样,在适应性预期实倒中会降低利率的流动性效应并不会发生。此外,人们会立即产生通货膨胀预期,从而费雪效应将迅速发挥作用。因此,名义利率将立即上升到足以保持税后实际利率不变为止。

合理预期的可信性

合理预期理论究竟多么合理?这是一个争论激烈的问题。经济学家希望人们合理地行动。实际上,这种假设构成了经济学的基础。如果没有或多或少的合理行为,经济理论是不可能成立的。更具体地说,难以相信,人们仅仅通过观察过去的通货膨胀率来预测将来的通货膨胀率。假定通货膨胀率是加速增长的,那么他们会一再地低估通货膨胀率。难道他们最终还得不出经验吗?

合理预期理论的批评者并不否认人们是或多或少地合理行动这一事实，而是去争论这个"或多或少"的问题。既然获得及处理信息的成本很高，所以按照概率法则行动可能是合理的，例如在推算过去的通货膨胀率时，可能根据以前的预测错误进行调整。这种概率法则引起的损失可能很少，以致运用这样的粗糙性规则是完全合理的。

总之，实证的证据表明，只有在一定的拍卖市场、主要是同质产品如原材料和金融证券等的市场上，价格才会迅速调整，制造产品和劳务的价格通常只有在成本，如劳动力成本改变时才会调整。由于存在着正式的和非正式的合同，劳动力成本的变动只是缓慢的。因此，这里的问题是，无论企业厂商的预期是否合理，它们只会缓慢地调整价格。如果这样的话，那么名义货币供给的增加可以在相当长的时间里使名义利率和实际利率下降。

实证性证据

图 13·6 列示了货币增长率和国库券的名义利率。它表明直至 70 年代，国库券利率通常与货币增长率同方向变动。

(这并不否定流动性效应的存在,因为流动性效应的存在时间可能太短而无法反应在图 13·6 的年度数据上。)然而在 80 年代初期,货币增长率很低而国库券利率却很高。

图 13·7 列示了税后实际利率。它假定利息收入的边际税率为 30%[1]，并表明在 70 年代，当货币增长率和通货膨胀率都很高时，国库券的税后实际利率经常是负值。这就说明，至少在有些时候，高的货币增长率会降低实际利率。[2] 为什么会这样呢？

关于实际利率和通货膨胀的补充说明

至此，我们总是假定不论通货膨胀如何，公众都要储蓄和投资相同的数量。这是不可能的，通货膨胀从 3 个方面影响储蓄率。当价格上升时，货币存量和政府债券的实际价值下降。因此，人们要更多地储蓄以重获他们的财富。此外，通货膨胀会造成不确定性，人们对不确定性的反应是更多的储蓄。另一方面，在缺乏完善的通货套期保值的情况下，通货膨胀又会促使储蓄减少，因为它降低了储蓄的实际收益。我们无法确定哪种影响起决定作用，但是，无论结果怎样，都没有理由假定通货膨胀不会改变储蓄。

同样地，通货膨胀会从许多方面影响投资。企业厂商面临更大的不确定性。成本上升会不会快于价格？政府会不会进行价格控制，或会不会采取有力的反通货膨胀政策，从而导致市场的崩溃？此外，通货膨胀还会加重一些企业厂商的税款负

---

① 假定 30%的边际税率有点随意，它可能接近 33%。

② 参阅丹尼斯·霍夫曼和唐·施拉金霍夫：《实际利率、预测的通货膨胀和非预测的货币：不同国家的研究》，载《经济与统计评论》第 67 期（1985 年 5 月），第 284—296 页。

担。

由于对需求增加的最初反应是增加产出，所以货币存量的增加最初不仅会提高价格，而且会增加实际收入。因此，即使名义货币存量的增加不改变边际储蓄倾向，它也会通过改变实际收入而改变实际储蓄的总数量。同样，通过加速器的作用，它还会改变投资。

由于通货膨胀从多方面影响实际利率，当货币增长率从而通货膨胀率增大时，税后实际利率不会不变就不足为怪了。

政 策 运 用

许多批评联邦储备系统的人认为，它可以通过采纳更为扩张的政策使利率降低。他们的意见是否正确？就名义利率而言，他们只有在相当短的时间跨度中才可能是正确的。在这个时间以后，对货币增长率提高起反应的毕竟是通货膨胀，而不是名义利率。

然而，如果联邦储备系统的批评者所指的是税后实际利率，那他们可能是正确的。但这种利率的降低只能作为更高的通货膨胀率的副产品而产生。

小　　结

1.利率是个重要的变量,因为它通常是含蓄地渗透到大多数交易中,而且它是非常反复易变的。

2.利率可以通过可贷放资金理论和流动性偏好理论来解释。这两种理论都认为利率的决定变量是一样的,就这个意义上说,这两种理论是一致的。这些变量包括储蓄、资本流入、实际货币供给的变动、投资和资金需求、政府赤字和持有货币实际需要量的变动。其他资产的收益、边际消费倾向、收入和财富则是决定利率的间接因素。

3.名义货币存量的增加最初会使名义利率和实际利率下降,随后,它们又会回升。当通货膨胀变得可以预测时,名义利率会进一步上升。课税对象是名义利息收入而不是实际利息收入这个事实会加剧名义利率的上升。

4.如果预期是按适应性方式形成的,那么当名义货币供给增加时,实际利率要待很长时间后才能再次回升。如果预期是合理的,而且价格调整很迅速,那么情况就不是如此。对合理预期理论存在着大量争论。

问题与练习

1.净利息支付在国民生产总值中所占的比重小于食品支付在国民生产总值中的比重。那么,为什么报刊重视利率的程度远远超过重视食品价格的程度?

2.用可贷放资金理论中的各种因素解释利率。并说明在流动性偏好理论中它们将如何影响利率。

3.解释下列因素如何影响利率:

a.对购买的公司股票征收的税

b.政府支出减少而税率不变

4.讨论:"在价格完全可变的经济中,名义货币增长率提高将使名义利率上升。"

5.讨论:"我们的税收制度保证了利率不会与通货膨胀率刚好同比例地上升,但是前者上升的幅度大于后者。"

6.如果预期是合理的,或者预期是推测的,对利率行为会形成什么区别?

7.试举一些可以说明预期不合理的论据。这些论据有无说服力?

14

货 币 需 求

决定利率的两个因素，货币供给和货币需求，值得特别注意。我们在第 10、11 两章中已经讨论了货币的供给，在第 4 篇中还将继续讨论。本章讨论货币的需求。货币需求似乎是个多余的话题，大多数人不是希望能得到的货币越多越好吗？但我们运用的“货币需求”并不是从这个角度说的。通常，在经济学中，“需求”这个词不是指如果一种商品是免费的人们将需要多少这个意义上的需求，而是指对一种商品相对于你所需要的其他商品的需求。我们可以提问：“如果持有较多的货币，就只能持有较少的其他资产，那么，你愿意持有多少货币？”

货币需求是与货币流通速度和剑桥系数 K 相联系的。剑桥系数 k 可以定义为单位美元收入所需要的货币数量。

简单的方法

我们从尽可能简单的方法开始。这里，一个人只限于把货

币用于预期的交易，并且采用机械的方式。比如说，他每月得到 3000 美元的收入，并在该月中均匀地把这些收入花掉。在每月月终之前，他都持有一些货币以应付剩下的那些日子的开支。他持有的货币量如图 14 · 1 所示。每个月的第一天，他持有 3000 美元货币，每月的最后一天，他手中没有货币。如果他在一个月中均匀地支出，则他平均持有的货币数量等于(3000＋0)/2＝＄1500。

按这种方式从事经营活动的人很难说有值得讨论的货币“需求”。他持有的货币数量只是机械地由收入和一个月中剩余天数来决定的。他的机械性行为可能在两个方面不符合效用最大化原则。首先，他不考虑在每个月的一部分时间里，把他的一部分收入用于投资可能得到的利益和成本。其次，他只有对货币的交易需求；即他持有货币只是为了应付那

些预期的交易，而忽略了可能会有意外的货币需求这个事实。

有些人无疑是按这种简单的机械的方式来决定他们持有的货币数量的。但这并不是典型的情况。货币供给的很大部分存在银行帐户中，这部分的数额相当大，值得按复杂的方式加以管理。

此外，家庭持有货币数量远远超过在下一个发薪日前应持有的一定量货币需要。1985 年，每月的人均可支配收入是 977 美元，而人均货币持有量是 2487 美元，后者是前者的两倍半。很明显，到下一个发薪日前应持有货币的需要不能充分解释货币持有量。[①] 所以，让我们来观察那些精心计划持有货币数量的人们是如何决定持有多少货币的。

交 易 法

一个人有好几种办法来满足自己的交易需要。正如前述，在一种极端的情况下，他可以把所有的收入以货币形式保存着，然后在两次收入的间隔期内把这些货币花掉。这样做可以避免经纪人的手续费以及投资于证券或准货币如定期存款或货币市场帐户等所带来的不便。但它也有一个缺点，即会损失

① 通货的持有量也出奇的大。1985 年，每个家庭持有的通货超过 3000 美元。

一些利息，如果把一部分货币用于投资，就可得到这些利息。在另一种极端的情况下，他可以在获得收入之时立即把它全部用于投资，然后在每次需要支付货币时，卖出证券，或者取出定期存款。这种做法可以使他得到的利息收入最大化，可是，经常买卖证券要支付大量的经纪人费用，而前往银行取出定期存款中的货币也有很多麻烦和不便。

因此，他要把收入中多大部分用于投资将取决于两个因素：一是投资成本，即包含在投资及随后出售的证券或准货币中的费用和不便。二是持有货币而损失的净利息，即从证券或准货币上可以获得的利息减去持有货币而得到的利息。

包含在取得证券或准货币及其随后的清偿过程中的麻烦，不是与这些活动涉及的货币数量同比例增加的。把100000美元存入定期存款的不便并不会多于存入1000美元的不便。买卖100000美元证券应付的经纪人费用也不是买卖1000美元证券的100倍。所以，持有大笔货币余额的人比持有小笔货币余额的人更有可能把他们的交易余额用于投资。在当前的利率水平上，对大多数人来说，在一个工薪期的一部分时间里把他们的一部分工资收入投资于证券或准货币是没有意义的。

但是，这并不意味着货币的交易需求不受利率的影响。首先，对于大额货币的持有者比如企业来说，即使把多余的货币投资一天也常常是值得的。净利率越高，他们越有可能这样做。其次，有些家庭持有交易余额是因为他们计划在将来某些时候进行大宗的购买。净利率越高，它们以货币形式持有这些资金的可能性就越小。此外，他们也在交易帐户中积累一些资

金,直至值得去购买证券或把这些资金转化成准货币为止。净利率越高,则进行这种转化所需要的货币数量就越少,尽管购买证券包含着成本和不便。所以,货币的交易需求取决于净利率,尽管没有一个领取工薪的人将在这个发薪日获取证券或准货币,同时又打算在下一个发薪日之前再把这些证券或准货币换成货币。

除净利率之外,货币的交易需求还取决于计划的交易数量,从而取决于收入。很明显,人们计划花费的货币越多,货币交易需求就越大。货币的交易需求也是投资的成本和不便的函数。而投资的成本和不便又随着持有货币的可供选择方案(如货币市场基金的存在)、经纪人费用的数量、人们对投资及随后收回投资所花费时间的评估等因素的改变而有所不同。

我们在第4章讨论了企业厂商必须在银行保留一个表示主顾关系的补偿性存款余额。它们可以当作是交易需求,因为它们取决于企业借款和企业要求银行提供服务,这些又取决于企业的交易。我们不知道补偿性余额有多大,但它们在企业存款中可能占相当大的比重。

预防性需求和投机需求

持有的货币多于预期的开支,通常是有道理的。但是,我们已经发现,个人的开支常常大于他预期的数目。从汽车出故

障到欲购商品价格的突然上涨都会迫使我们的开支超过预定的数目；或者可能令人惊喜地出现一个意外的机会而必须抢购一批廉价货物。企业和家庭由于存在不能及时收到预期款项的危险，如“支票尚在邮寄中”，因而也需要持有货币。

有5种办法应付这种意外情况：第一，持有多于预期开支的货币，即持有预防性余额；第二，减少计划开支，以便为可能出现的意外开支留有余地；第三，卖出一些资产，如可转让存单、债券，甚至实物资本；第四，借款；最后一种可能性是停止支付，这种可能性的范围从放弃一次交易直到宣布破产。

所有这些反应都有各自的成本。持有预防性余额意味着损失一些净利息收入。减少计划的开支通常是痛苦的，有时可能仍不足以应付意外需要。对于某些资产来说，迅速地出售意味着获得的收入将大大少于从容地出售时将获得的收入。借款的成本可能是很昂贵的。中止一次交易也有一个很明显的成本。拒绝支付既会失去面子和名誉，还要受到法律制裁。所以，通常的做法是持有预防性余额，但是，这种余额应该有多大呢？持有预防性余额的收益是它避免了上述其他4种方案的成本，而它的成本是损失了净利息，比如说3%。在经济学中，对于“预防性余额应该有多大？”这一问题的答案通常是使其边际成本等于边际收益。假定其中一种成本，即借款的成本，比如说是18%的利率。因此从持有预防性余额中获得的收益等于实际动用这种余额的可能性乘以在意外情况下可免于支付的18%利息。但是，既然持有预防性余额的本质是为了防备不确定事项，在某些时候就不会加以动用，从而就不能获得任何收益，然而在有些时候，它将节省很多成本，如这个

例子中的18%利息。

许多意外事项可能会发生，但是一个家庭碰到这种坏运气而必须进行大量支付的可能性大大地低于只是进行少量支付的可能性。同样，那些对销售收入和应付款项不能充分预测的企业偶然会遭到这样的倒霉经历，即它的预期收入很少实现，而它的应付票据却大量到期。不过到期必须支付的票据几乎都早于到期的各种收入的可能性很小。所以，对于企业和家庭来说，预防性余额越大，则它们实际用完最后1元美元的可能性越小。其结果是，预防性余额越大，该余额中单位美元的边际生产力越小。

持有1美元预防性余额的边际成本是不变的，在这个例子中为损失的3%利息，由于当预防性余额越大时，其中的单位美元边际收益越少，这样就可以得到一个能使预防性余额的边际成本刚好等于其边际收益的点。在这一个点上，预防性余额的数量是适当的。在我们的例子中，1美元预防性余额的边际收益（MR）是18%乘以实际运用这1美元的可能性。边际成本（MC）是3%。为了求得最佳的预防性余额，应当使MC等于MR。这就意味着3%等于18%乘以实际运用这1美元的可能性。为解出这个可能性，我们发现在这个例子中的预防性余额应当大到足以使运用它的最后1美元的可能性等于1/6。

这个原理同样可以运用于货币不足时的其他成本。例如，假设我们花时间出售资产时，可以马上卖到我们认为应得的数额。在这种情况下，我们对缺乏货币的反应将是售出这种资产而不是去借款。这样，持有预防性余额不足的相应边际成本

就是我们在迅速售出这种资产时将损失的那个小数额。很明显，当面临货币不足时，我们将选择最便宜的解决方案，而不论它是借款、出售资产、减少开支或拒绝支付。正是这些解决方案的成本，以及运用最后１美元的可能性和净利率，决定了预防性余额的最佳数量。

到此为止，我们只是把预防性余额看作是应付意外的支付需求或应收款项拖欠的一种措施。但还有一种谨慎的需要促使人们持有货币而不是持有债券。持有债券包含着利率可能上升或这些债券价格可能下跌的风险。因此，我们要使债券可能获得的较多收入与持有债券所承受的风险相平衡。结果，人们可能要持有一些货币（或准货币）而不是债券。[①] 债券的利率越低，人们要持有的债券就越少，而要持有的货币则越多。

这样，预防性余额取决于很多因素。其中有一些因素——必须进行意外支付的可能性、减少开支或推迟支付的成本——通常是不变的。所以我们可以假定，在正常情况下，预防性余额将不受这些因素变动的影响。

然而，销售资产的成本却是不时变动的，它取决于社会公众持有证券的数量。当家庭和企业厂商持有大量流动性资产，如国库券和货币市场帐户时，则他们对预防性余额的需要就

① 如果人们认为持有债券的风险太大，那么他将持有准货币如国库券或定期存款而不是货币，从而货币需求将不受影响。但这是错误的。当人们把债券转化成国库券时，国库券价格将上升而它们的收益则下降，结果，其他一些人将决定持有货币而不是国库券。

小，因为只需花费很小的成本就可以把这些资产转化为现金。同样，当净利率上升或者当家庭和企业厂商可能借款的利率下降时，预防性余额的需求就会下降。

另一方面，如果利率开始更大幅度地波动、从而证券特别是长期证券的市场价值变得更不稳定时，预防性余额的需求要增加。此外，在经济急剧衰退时期，货币的预防性需求也可能增加。当失业现象较普遍时，家庭可能决定增加储蓄。因为对于许多领取工资的人来说，可能不值得持有准货币，所以他们可能持有货币形式的储蓄。

最后，有些人可能更愿意持有货币而不愿持有证券，因为他们预期证券价格将下降。但是这些人又通常准备参与货币市场基金，所以他们会以准货币而不是以货币形式持有这些投机性余额。当大多数大经纪商提供自有的货币市场资金时（他们是把顾客的闲置资金转入货币市场基金），这种投机性余额肯定不会很大。[①]

① 持有货币的投机动机已经得到了广泛重视，因为凯恩斯在他的《就业、利息和货币通论》中对它们作了说明。由于凯恩斯的广义货币定义包括了像货币市场基金、定期存款这样的资产，所以他对持有投机需要的货币的重视就比现在更为合理，因为我们现在定义的货币是狭义的。

货币需求函数

考察货币需求的更为正式的方法是运用微观经济理论中的标准需求函数。一个有理性的家庭或企业厂商将使用它在决定持有其他各种商品数量时使用的相同方法来决定应当持有的货币数量。所以,解释对电冰箱、大键琴和泡泡糖等需求量的因素同样可用来解释货币需求。经济学家们用一个总括的需求函数对这些因素加以区分:

$$D_A = f(P_A, P_S, P_C, YP, Z)$$

这里,D_A 是项目 A 的需求,P_A 是它的价格,P_S 代表替代商品的价格,P_C 代表补足商品(如黄油之于面包需求函数)的价格,YP 是名义收入,Z 是被称为"偏好"的"一揽子"变量。Z 不仅包括我们通常认为的"偏好",还包括技术因素。例如,由于汽车变得更省油而使汽油的需求下降,这也可称为偏好的变动。任何会影响需求而没有纳入需求函数的其他变量中的因素,都可通称为"偏好"。

把这个需求函数应用于货币时,持有货币的价格等于持有其他资产可获得的收益减去货币的收益。例如,假定其他的一种资产是债券,则持有货币的成本就是债券的净利率。然而,对有些人来说,可选择的其他资产不是债券而是普通股票或实物资本,则这些资产的净收益就是持有货币的相关成本。

货币替代物的成本是很复杂的。对企业厂商来说。货币的一个替代物是保持一个具有未用余额的信贷额度，它的成本是银行对信贷额度未用部分收取的费用。对家庭来说，信用卡是货币的替代物，它的成本是信用卡的年度费用。货币的另一种替代物是持有一定流动资产来代替收益较高而流动性较差的资产。这种货币替代物的成本是流动性资产的利率和非流动性资产的利率之间的差额。“货币补足物”这一范畴是个空盒子，很难想象它们会是什么。

收入和财富将从两个方面影响货币需求：其一，通过货币所必定能起的作用。很明显，人们的支出越多，他们所需要的交易余额和预防性余额也就越多。其二，人们的收入和财富越多，在一生中可能获得的好处也越多，其中之一就是不必去追逐每一微小的利息收入。穷人可能每天都要结算一下自己的支票簿，并不断地把资金在交易帐户和储蓄帐户间转来转去，以便赚取尽可能多的利息。相反，富有的人认为他的时间较宝贵，宁愿损失一些利息收入以避免不断调整其货币持有量所带来的麻烦。

最后一个变量是偏好，它包括一系列因素，如决定支付速度的付款技术、决定人们是每月还是每周得到支付的支付习惯、信用和货币替代物的可获得性、对延期支付的态度，等等。

在偏好中有关变量的变动可能会引起货币需求的急剧变动。如果这样的话，货币需求函数就不是很有用，因为偏好变量所包含的许多因素我们都不能预测，甚至无法度量。人们仍然可以说，如果净利率下降，或者收入增加，那么，在其他因素不变的条件下，货币需求将增加。这虽然并非是无用的，但它

不能使联邦储备系统预测未来的货币需求变动，因为它无法预测由于偏好的变动，货币需求将如何改变。这样，货币数量论的作用也很小。当货币需求以及货币流通速度大幅度变动时，已知货币供给并不能使我们对收入作出预测。

相反，如果货币需求是稳定而又可预测的话，那么，我们就可以用货币数量论来预测国民生产总值。这里可以用简化的货币需求方程式：

$$M = a + bYP + cr$$

假设系数 a、b、c 不变，那么，如果知道 M 和 r 是多少，也就可以计算出 YP。

统计上的货币需求函数

为了弄清货币需求是不是可预测的，我们必须简化货币需求函数的一般形式。首先，货币补足物的空盒子可以撇除。大多数经济学家把货币替代物变量也加以撇除。从理论上说，货币替代物属于货币需求函数，但是，如果货币需求对货币替代物的价格无很大反应，或者如果货币替代物的价格很少有独立的波动，那么我们可以把这个变量省掉。此外，偏好变量由于难以度量而通常被省掉。

这样就只剩下利率和收入或财富。大多数统计上的货币需求函数，虽然不是全部，都用短期利率如国库券利率以及定

期存款利率来度量利率水平。这种做法很不理想。在理论上，货币需求取决于许多利率，而且还取决于其它资产如普通股票的收益。但是，大多数经济学家认为，其他这些利率与国库券利率是密切相关的，所以国库券利率和定期存款利率一起，就可以代表总的利率水平。收入经常用当期国民生产总值来度量。如果把收入纳入货币需求函数的原因是人们需要货币进行交易，那么这种做法是对的。但是，如果它之所以被纳入货币函数仅仅是因为收入越高就越有可能为购买奢侈品而持有货币而不是持有收益更高的准货币，那就不应当用当期的国民生产总值，较好的一个度量尺度是永久性收入或财富。虽然有些货币需求函数运用当期国民生产总值变量，但其他的货币需求函数则运用永久性收入变量。

这种货币需求函数的适用性将随时间而改变。70 年代初期以前，它都是很适用的，随后就不行了。大约从 1973 年开始，货币需求量大大低于大多数货币需求函数所预测的数量。"货币消失状况"成为经济学一个基本难题。然而在 80 年代初期，货币需求增长速度却快于预测的速度。

是什么原因造成 70 年代出现那样的偏差？这个问题的答案尚无法肯定，但主要原因似乎在于金融革新的迅速发展。证券的利率大幅度上升，同时信息处理的成本大幅度下降。因而企业厂商创立了节省持有货币数量的方法。例如，他们现在可以通过电话进行大额支付，而不是通过邮寄。所以，他们可以把自己的资金作为"活钱"保留到最后一刻。许多企业还采用了"锁箱"(lock-box)制度，要求顾客把款项送到设在中心地带的邮政信箱，企业的开户银行在一天中好几次来开箱取款，

把那些支票马上记入企业的存款帐户。企业减少其持有货币的另一种办法是采用回购协议和存款急速移动(depo- sit sweep)。(对家庭来说,还发展到准货币,如货币市场基金。)有些经济学家在货币需求函数中还包括了衡量企业厂商现金管理的尺度,如电汇划转的数量。这些措施大大减少了70年代货币需求函数的偏差。

在80年代初期,一些经济学家推算出了更为复杂的货币需求函数,这些函数显得更为适用。其中一个例子,正如前述,是在货币需求函数中纳入度量现金管理的变量。另外的货币需求函数采用长期利率,以及作为度量股票市场收益的变量的股息/价格比率,并对可转让提款单帐户进行调整。它还使货币需求的收入弹性趋于一致。旧金山联邦储备银行的经济学家提出了不同的模式,即加上了银行贷款增加的变量,因为他们认为得到贷款的企业厂商在一定时期内必须把部分贷款以活期存款形式存在银行。还有的货币需求函数加上了用来度量非交易帐户收益、债券风险和通货膨胀率等因素的变量。这种函数还度量税后的利率,而不是通常所度量的税前利率。这些尝试是否成功,目前要作出结论还为时过早。1985年,这些货币需求函数中又有好几个出现了预测误差。我们只好再等着瞧,看看它们在未来的结果如何。[①]

① 此外,这些新的货币需求函数包括了一些本身很难预测的独立变量,如股息/价格比率。

货币流通速度的行为

有些经济学家对“货币消失”问题的反应是认为这没什么要紧。货币流通以每年大约3.2%的稳定速度在加快。所以，他们认为不必运用货币需求函数来预测货币流通速度。应当做的只是假定明年的货币流通速度将比今年加快3.2%。如果你知道了货币供给的变动，就可以通过货币数量论来预测收入，而不必用货币需求函数。在60年代和70年代，当货币流通速度以相当稳定的速度增长时（见图14·2），这种理论似乎很有希望。可是，在70年代是很正常的东西到80年代就不行了，这时的货币流通速度趋慢，而且反复不定。表14·1列示了用简单的M_1、M_2、M_3货币需求函数预测的名义国民生产总值的平均绝对误差以及对M_1、M_2的估计上的误差。这种估计意在消除管理不善的后果，如可转让提款单帐户的普遍化。它还表示了不是根据货币需求函数，而是假定货币流通速度将按照其趋势以不变的速度加快来预测国民生产总值所产生的误差。在所有的这些例子里，1981—1985年的误差都大于1971—1980年的误差。

货币流通速度加速的停止，不仅对于没有预测到这种变化的经济学家来说是不幸的，而且对于许多由于联邦储备系

货币流通速度

7.2 7.1 7.0 6.9 6.8 6.7 6.6 6.5 6.4 6.3 6.2 6.1 6.0 5.9 5.8 5.7 5.6 5.5 5.4 5.3 5.2 5.1 5.0 4.9 4.8 4.7 4.6 4.5 4.4 4.3 4.2 4.1 4.0 3.9 3.8 3.7 3.6 3.5

实际

趋势

1960 61 62 63 64 65 66 67 68 69 70 71 72 73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85

表 14.1 根据货币供给预测国民生产总值的平均绝对误差

	货币的标准尺度			为消除管理不善而调整过的货币尺度	
	M_1	M_2	M_3	M_1	M_2
货币需求函数	误差百分比				
1971—1980	1.6	0.7	0.8	1.6	0.7
1981—1985年	6.0	2.8	3.3	5.9	2.4
货币流通速度趋势线					
1971—1980	1.9	1.8	2.0	1.9	1.8
1981—1985年	7.6	4.3	4.5	6.2	2.4

注意:平均绝对误差是通过把个别误差(无论是正的还是负的)都加起来,再除以这些例子的数量而得来的。

(资料来源) 理查德·科普克:《货币增长的波动幅度如何?》,载波士顿联邦储备银行:《新英格兰经济评论》(1986年5月、6月号)第7页。

统根据货币流通速度将加快的假定所制定的货币政策而失去工作的人来说亦是如此。

货币流通速度未能加快的原因,至少可以部分地归咎于名义利率的降低。当持有货币的成本降低时,人们希望对单位美元收入持有更多货币是不足为怪的。然而这只是事后的认识,而研究货币流通行为的大多数经济学家原先都认为货币流通速度将加快。

图14·2还表明,80年代初的货币流通速度比70年代

更不稳定。这在某种程度上是一种幻觉。既然货币影响收入需要一定的时间，所以货币供给的增加最初只会使货币流通速度减慢（Y/M 中的分母立即增加而分子却未增加）。在 70 年代，当货币以相对稳定的速度增长时，这没什么问题。然而在 80 年代，当货币增长率变得相当不稳定时，收入滞后于货币使得货币流通速度似乎也不太稳定。如果我们用国民生产总值除以两个季度以前的货币来度量货币流通速度，这种加剧了的不稳定就会消失。①

小　结

1.持有交易余额是为了避免经常取得准货币或证券以及随后又要变现而带来的成本和麻烦。交易余额的数量取决于投资和收回投资的成本和不便、货币的净利率以及计划的交易量。

2.人们持有预防性余额是为了应付意外的需要。这种余额是避免减少计划开支、卖出资产、借款或拒绝付款的一种替

① 如果我们用国内总销售量（即国民生产总值加上进口减去出口）来代替国民生产总值，则 80 年代货币流通速度的不稳定性也会减弱。可以认为，货币需求取决于这种总销售量甚于取决于产量。在 80 年代初发生大量贸易赤字前，这两种衡量尺度没有什么差别。

代措施。持有预防性余额的数量取决于这些方案中的最低成本和净利率的比较，以及必须进行意外支付的可能性。所以，预防性余额也是净利率的函数。

3.货币需求也可以用货币需求函数来解释。这个函数中包括持有货币的成本、货币替代物的价格、收入或财富以及偏好。统计上的货币需求函数通常包括利率和收入或财富。

4.货币需求函数在50年代和60年代是十分适用的，但在70年代则过高地预计了货币持有量，这可能是由于金融革新所造成的。80年代前，货币流通速度以相当稳定的速度增长，但是在80年代，这种增长停止了，而且似乎变得更加反复无常。这种变化可能是由于货币增长率更为易变的缘故。

问题与练习

1.试述你如何决定持有多少货币。如果你的收入增加了5倍，你的答案将有何不同。

2.一系列原因促使货币需求取决于利率，这些原因是什么？

3.讨论："本章花了许多不必要的精力表述货币需求取决于利率。这样详细的讨论是不必要的，因为基础微观经济学已清楚地说明货币需求取决于利率。"

4.当你毕业并获得高收入时，将如何决定你的预防性余

额的数量？

5.统计上的货币需求函数通常使用当期国民生产总值或国民生产总值永久性收入尺度。国民生产总值是否一定是度量收入的正确变量？其他的合理变量是什么？

6.试解释 70 年代“货币消失”的问题。

附　　录：

交易需求模型

经济学家们已建立了许多复杂的模型，告诉企业厂商为了交易的动机必须持有多少货币。我们将通过分析普林斯顿大学的威廉·鲍莫尔提出的变化公式来说明其中的原理。

假设我们通过卖出所拥有的证券或准货币为开支提供资金。同时假设出售证券的经纪人费用和其他成本是一个固定的数目，而且不受出售的证券数量的影响。

我们将隔多长时间来出售证券或准货币呢？另一方面，如果在第一次需要货币时就卖出所有证券，那么就只要支付一次经纪人费用。但是立即取得所需要的全部货币，相对其他一种方式要承受很高的成本：将损失一些利息收入，因为如果更长时间地持有大部分证券，便可以得到这些利息收入。为了使损失利息的机会成本最小，我们应分次地卖出证券。

最好的策略是使经纪人费用和利息损失的机会成本的总和最小。这些总成本可以写成：

$Q=bT/C+rC/2$,

这里,Q 是总成本,b 是经纪人费用,T 是在一年中将要出售的证券数量,C 是每次卖出的证券数量。因此,T/C 代表每年将出售证券的次数及支付经纪人费用的次数。利率(或者更准确地说是证券利率)是 r。所以,第一项,bT/C,度量有关的经纪人费用,第二项,rC/2,度量利息损失。如果每次卖出 C 美元的证券,并且均匀地支出所得的货币,那么我们每天平均持有 C/2 美元,因此利息损失是 rC/2。

有一种数学方法(令一阶导数等于零)可以使我们找出 Q 的最小值。如果:

$$C=\sqrt{2bt/r}$$

则 Q 取得最小值。

这样,每次出售时应卖出的证券数量越大,固定的经纪人费用越高,利率越低。因此,我们应经常出售较少量的证券。售出证券的数量越大,固定经纪人费用肯定越高,利率越低。

更具体地说,第二个方程式表明持有现金的利息弹性。C 是 r 的平方根的函数,所以利息弹性为—1/2。同样,如把将要出售的证券量视作收入,则货币需求的收入弹性为 1/2。

由于两个原因,我们必须审慎地解释这些结论。第一,它们只适用于货币的交易需求。企业厂商实际持有的货币量要多得多,这在很大程度上可能是由于企业厂商必须持有补偿性余额。其次,我们的论述前提是持有证券,并在当年为支付费用而售出这些证券。但是我们中的大多数人不是通过出售证券来支付费用,而是用现金收入来支付。为了使普通的人在

发薪日愿意购买证券，并在该工薪期内加以出售，其利率必须非常高。然而，对于公司或那些收入波动较大的富人来说，可能去买卖证券是值得的。例如，对于圣诞树装饰品的制造商来说，他的大部分收入是在 11 月和 12 月得到的，所以他值得在获得这些收入时购买证券，然后在下一年中按照第二个方程式那样逐渐地售出证券。

15

完整的凯恩斯模型

在分别论述了决定国民生产总值的各个变量之后，我们现在把它们综合起来，进而看看货币政策和财政政策如何影响国民生产总值。这里，我们暂时假定通货膨胀率是固定的（本章附录将讨论这种假定）。在这种假定的前提下，货币供给的增加会长久地降低利率，因为它不影响通货膨胀率，从而也不会影响价格水平。

各种变量因素的综合

假设投资的边际效率提高了，如果投资每年增加 100 亿美元，而且乘数是 2，那么收入会不会每年增加 200 亿美元？这是不可能的，因为我们忽略了一些因素，也就是利率对投资

和收入增加的反应，以及利率的这种变化对收入的反馈效应。当投资和收入增加时，货币需求将增大，从而使利率上升，然后又使收入减少。所以，由于收入先是上升，随后下降，我们怎能肯定投资的增加真的会增加收入？

更一般地说，我们好像掉入了陷阱。为了知道收入的情况，我们必须懂得利率的情况。然而利率又部分地取决于收入的状况。幸好还有一条出路，这就是通过同时考察商品、劳务市场和货币市场来分析收入和利率，它将保证我们在决定收入过程中假定的利率，同我们以收入和其它变量一起决定利率时所运用的利率相一致。IS—LM 图形可以说明分析收入和利率的这种方法。这个图形表示商品、劳务市场和货币市场同时处于均衡的状态。

在这里，“利率”这一术语不能仅仅解释为国库券利率或优惠利率，而应当广义地解释为对借款总成本和借款困难的度量。例如，如果企业厂商由于银根紧缩而借不到钱时，我们也称之为“利率上升”。

商品和劳务市场

图15·1把利率同与之相对应的收入水平联系起来。图(A)

表示投资曲线的边际效率以及在3种利率，即r_0、r_1和r_2水平上发生的投资。图(B)是把图(A)按逆时针方向旋转得来的。图(C)是第12章所述的凯恩斯交叉线图。

图(A)、图(B)的各种投资水平在图(C)中都会引起特定的收入水平。当利率从r_0降到r_1时，投资增加到收入增加到I_1。同样，当利率降到r_2时，收入增加到Y_2，这样，每个利率水平都意味着特定的收入。图15·2表示的一条曲线，称为IS曲线，它把各种利率与相对应的收入水平联系起来。[①] 换句话

① IS的名称来自这样的事实：当商品劳务市场处于均衡状态时，计划的投资等于计划的储蓄。宏观经济学曾一度把重点放在这个等式上来论述问题，从而有I(投资)—S(储蓄)曲线。我们马上要提到的LM符号则是来自货币(M)和流动性(L)偏好。

说，利率决定投资水平，随后投资水平和乘数一起决定收入水平。

迄今为止，我们不太确切地假定了利率变动只影响投资，而不影响其他支出。然而，正如前面已讨论过的那样，利率也会影响消费，并还要影响进口和出口。如果美国的利率上升，外国人将要购买更多的美国证券，为此就需要美元。与此同

时,美国人将减少购买外国证券,从而减少对外国通货的需求。由于美元需求增加而外币需求减少,所以在外汇市场上美元将升值。美国商品对外国人来说变贵了,而外国的商品在美国则变得更为便宜。从而造成美国出口减少和进口增加。这样,对美国产品的需求以及美国的国民生产总值将下降。

甚至政府对商品和劳务的支出(只包括纳入国民生产总值的那些政府支出)也会受到利率的影响。利率越高,政府对到期公债支付本息的成本越高。如果存在对赤字数额的政治或法律约束,如1986年格拉姆—拉德曼修正案,那么,政府支付的利息越多,它对商品与劳务的开支就越少。[①] 所以从现在起,我们把IS曲线同国内商品和劳务的全部支出相联系,而不仅仅是同投资相联系。

货 币 市 场

在教科书或课堂上,人们可以说:"随意选择任何利率,并且……"但是在现实世界中,利率并不是任意的,它是由货币供给和需求所决定的。决定利率的变量很多。假定除了一种变量之外其余变量都不变,我们就可以看出该变量如何影响利率。我们在这里先选择收入变量。

① 然而,利息支付的增加同时也会增加收入,从而增加消费。但是消费不可能和收入同量增加。

利率(r)
(%)
货币供给
8%
5%
货币需求
(已知Y=2000亿美元)
货币需求
(已知Y=1000亿美元)
20 40 货币数量(10亿美元)

(A)

利率(r)
(%)
LM
100 200 收入(Y)(10亿美元)

(B)

收入通过 LM 曲线和利率相联系。这条曲线既不是供给曲线也不是需求曲线,实际上,它是一条“市场均衡曲线”,即用来表示能使货币供给等于货币需求的利率和收入的全部特定组合的曲线。它是向上倾斜的,因为收入越高,货币需求就越大。所以就需要更高的利率使公众愿意持有的货币数量不超过现有的货币供给。换句话说,货币需求和收入成正比,与利率成反比;因而存在着收入和利率的一定组合使得货币需求刚好等于既定的货币供给。图 15 · 3 表示了对 LM 曲线的推导。其中图 (A) 表示了货币的供给和需求。当收入为 1000 亿美元时,货币供给和货币需求在利率为 5%时正好相等。但是,当收入上升到 2000 亿美元时,货币需求超过了货币供给,利率被迫上升至 8%,使货币供给和货币需求再次相等。这样,如图 15 · 3 中的图 (B) 所示,在货币市场上,每一种收入水平都是和特定的利率相联系的。

IS 和 LM 曲线的结合

既然在图 15 · 2 和图 15 · 3 的座标轴上的变量相同,所以我们可以把它们合并为一个图,即图 15 · 4。在 IS 曲线上的任何一点,商品和劳务市场都处于均衡状态。同样,在 LM 曲线上的任何一点,货币市场都处于均衡状态。所以,只有在这两条曲线相交的点上,货币市场和商品市场才能同时达到均衡—— 从而整个经济处于均衡状态。换句话说,只有在这两条曲线的相交点处,我们在画 IS 曲线时任意假定的利率才能和货币市场上实际确定的利率相符。从另一种方式来看,这里有两个未知变量 (即收入和利率) ,和两个方程式,即 IS 方程

（$Y=a+bi$）和 LM 方程（$Y=c+di$）。如果把系数 a、b、c、d 当作已知的，从这两个方程中就可同时求出收入和利率的解。

现在可以来解决本章开头提出的问题了。假设投资的边

际效率提高，在各种利率水平上，企业厂商现在都会增加投资，从而相对于各种利率水平的收入将增加。在图 15·4 中，随着 IS 曲线从 IS 移到 IS_1，收入也从 Y_0 增加到 Y_1，这将使利率从 r_0 上升到 r_1。这时没有人会因为投资的增加提高了利率以及利率的上升又会减少收入而认为投资的增加会减少收入。对收入的这种反馈作用已经通过 LM 曲线的向上倾斜而被考虑过了。如果收入的增加不会使利率上升（这可能是由于联邦储备系统把货币供给增加到足以使利率保持在 r_0 点），

那么,收入将上升到 Y_2 而不是 Y_1。

为了弄清为什么只有在 IS 和 LM 曲线的相交点才能达到均衡状态,我们也可以分析一下在其他点上将出现的情况。在图 15·5(A)中,A 点的利率 r_1 如此之高,它需要收入等于 Y_1 才能使人们愿意持有现有的全部货币供给。但 IS 曲线

(A)

(B)

告诉我们，当利率为 r_1 时，收入只能是 Y_2。所以，如果利率因某种缘故等于 r_1 时，收入将下降。当收入减少时，利率也将下降。因此，收入和利率都移向它们的均衡点 Y_0 和 r_0。现在考虑图 15·5(B)。如果利率因某种缘故等于 r_1，根据 IS 曲线则收入将为 Y_1。但是，LM 曲线告诉我们，当利率为 r_1 时，收入必须等于 Y_2 以使货币供给等于货币需求。所以 B 点不可能是均衡点。

IS 和 LM 曲线的斜率

IS 曲线是通过利用由于利率下降而引起的支出增加，并对此运用乘数而设计出来的。所以，IS 曲线的斜率取决于我们称之为支出斜率的支出对利率变动的反应程度，而且还取决于乘数的值。支出斜率越大，或者乘数值越大，则利率下降一定幅度时引起的收入增加幅度就越大，从而 IS 曲线也越趋于平滑。在一种极端的情况下，支出斜率将为零。这时，IS 曲线就是一条垂直线。尽管利率下降，收入将完全不变。在另一种极端的情况下，支出斜率是无限的。如果这样的话，那么利率的无穷小下降将导致收入的无穷大增加，从而 IS 曲线是一条水平线。

LM 曲线的斜率更为复杂。LM 曲线表示那些使社会公众的货币需求正好等于现有的货币供给的利率和收入水平的组合。假设当收入增加 1 美元时，人们将大幅度地增加对货币的需求，则利率就必须大幅度上升以防止货币需求超过货币供给。这样，X 轴（收入）上的极少变动跟 Y 轴（利率）上的大幅度变动相联系，因而 LM 曲线是很陡的。

现在看看货币需求对利率的反应。如果利率的少量上升导致人们大量地减少货币持有量,那么当收入增加时,利率只要稍微上升就可以释放出人们想要持有的额外货币。这样,X 轴上的既定变动仅仅要求 Y 轴上的较少变动,因此 LM 曲线就会相当平滑。

所以,货币需求对收入变动的反应程度越大,LM 曲线就越陡;而货币需求对利率变动的反应程度越大,LM 曲线就越平滑。在极端的情况下,利率的极少下降会使人们需求的货币趋于无穷大。这时的 LM 曲线是一条水平线。另一种极端情况是利率变动对货币需求毫无影响,在这种情况下,LM 曲线将是一条垂直线。

LM 曲线的斜率还取决于货币供给对利率变动和收入变动的反应。如果货币供给随利率上升而增加,则 LM 曲线较为平滑。在极端的情况下,货币供给的弹性无限大,这时 LM 曲线是一条水平线。由于下述两个原因,货币供给可能随利率的上升而增加:其一,货币乘数是利率的正函数,其二,为了缓和利率的上升,联邦储备系统可能要求增加储备。

IS 和 LM 曲线的移动

IS 曲线把各种利率水平同特定的收入联系起来。所以,任何使相应于各种利率水平的收入发生变动的因素都会使 IS 曲线移动(这类似于需求曲线。改变不同价格水平上的需求数量的经济因素都会使需求曲线移动)。例如,如果企业厂商要在不同的利率水平上增加投资,这都会使 IS 曲线向外移动。这样,如果消费、出口或政府支出由于外生因素而增加,从

而提高了相应于不同利率的收入水平，则 IS 曲线也会向外移动。

如果针对利率和收入水平的多种组合，社会公众想要减少其持有的货币数量，则 LM 曲线向外移动。它的原因可能是出现了新的准货币、借款成本降低、或可开列支票存款的利率降低等。如果货币供给由于外生变量而增加，LM 曲线也会向外移动，因为 LM 曲线表示了使货币需求等于货币供给的所有利率和收入的组合。货币供给越多，利率必然越低，或者收入必须更高，以使货币需求等于货币供给。

IS—LM 框架中的财政政策和货币政策

IS—LM 框架可以用来描述货币政策和财政政策如何影响国民生产总值。

财　政　政　策

由于政府支出是总需求的一部分，所以政府支出的明显作用是使 IS 曲线向外移动。（我们将在下文讨论它的不太明显的作用。）在图 15·6(A) 中，我们可观察 LM 曲线，当政府支出使 IS 曲线外移到 IS_1 时，收入从 Y_0 增加到 Y_1。收入并未像简单的乘数公式 $Y=G/(1-C)$ 规定的那样上升到 Y_2。（这里 G 是政府支出，C 是边际消费倾向。）其原因是，当收入增

加时，利率也要上升。只有当 LM 曲线呈水平状态（像 LM_1 那样）时，收入的增加才会像简单乘数公式所预测的那样多。如果 LM 曲线不是水平的，则利率的上升将挤出 Y_2-Y_1 的收入。LM 曲线越陡，这种挤出效应越大。在无利息弹性的 LM

(A)

(B)

曲线这样的极端情况下，如图 15·6(B) 中的 LM_2，提高政府开支对收入没有影响，它只是使利率从 r_0 上升到 r_2。

减税也可能使 IS 曲线移动。如减少个人所得税，则个人可支配收入将增加，家庭将相应地增加消费。在图 15·7(A) 中，减税通过把 IS 曲线移至 IS_1，从而增加了收入并使利率上升。同样，如果 LM 曲线变成完全垂直的，则收入将不会变动。

但是 LM 曲线不是完全垂直的，因为货币需求并不是完全无利息弹性的。如果要争辩财政政策对收入没有作用，就必须借助某种间接的挤出效应。一种可能是第 12 章讨论的李嘉图等量学说 (equivalence proposition)。另一种可能是“组合挤出效应” (portfolio crowding out)。当政府增加开支时，它必须通过卖出证券，或通过创造新货币来为这一增加的支出筹集资金。假设政府售出更多的证券，这对 LM 曲线有何影响？一种可能是，当人们持有更多的证券时，他们也想要持有更多的货币，这或是因为他们变得更为富有，或是因为货币和证券是互为补充的。如果这样的话，那么，政府支出以及随之而发行的政府证券就不仅仅是使 IS 曲线右移，而且还会使 LM 曲线左移。如果 LM 曲线向左移动的幅度足够大，如移至图 15·7(A) 中的 LM_1，则收入降至 Y_2，低于政府支出变动前的水平。这是过度的挤出效应。

但是也存在相反的可能性。假设人们把政府证券作为货币的良好替代品，这样，当他们持有较多的政府证券时，他们对货币的需求就会减少，从而 LM 曲线向右移动。如果 LM 右移的幅度很大，例如移至图 15·7(B) 中的 LM_2，则利率降

低到 r_3。政府证券不但没有挤出私人开支，而且会发生“挤进”；总需求增加幅度大于政府支出和乘数的积。此外，需求的增加还可能通过加速器的作用而增加投资。

挤出效应和挤进效应都是理论上的可能性。遗憾的是

我们极难找到证明政府证券是货币的补足物或替代物的令人信服的实证性证据。[①] 所以,经济学家不同意组合挤进效应的存在,也不同意这种挤进效应(如果存在的话)能大到足以抵消沿 LM 曲线的移动所造成的利率上升。

但是,对于"部分"挤出效应产生的方式的争论则少得多。当政府增加支出和收入增加时,利率也会上升。这导致外国人购买更多的美国证券,而美国人则减少购买外国证券。对美元需求的增加和外汇市场上美元供给的减少将促使美元升值,从而造成美国出口下降,进口增加。由于出口下降和进口增加,美国的收入将减少。

货 币 政 策

如果联邦储备系统增加货币供给,则 LM 曲线将向右移动。例如在图 15·8(A)中从 LM 移至 LM_1,收入从 Y_0 增加到 Y_1,而利率从 r_0 降至 r_1。图 15·8(B)表示了完全无利息弹性的 IS 曲线的极端情况。由于支出在利率降低时根本没有增加,货币供给的增加对收入没有影响。图 15·8(B)列示了 IS 曲线呈水平状态的另一种极端情况。由于支出对利率的弹性无穷大,所以利率的微小降低就会使支出增加到足以吸收全部增加的货币供给。这样,货币供给的增加全部转化为收入的增加,在图 15·8(B)中从 Y_0 增加到 Y_1。再一种极端情况是

① 国库券为货币的替代物似乎是有理的,因为它们流动性强。而 30 年期的债券很可能应作为货币的补足物。然而这方面的经济计量证据还不能令人信服。

货币需求对利率的弹性无穷大，从而使 LM 曲线成国库券为货币的替代物似乎是有理的，因为它们流动性强。而 30 年期的债券很可能应作为货币的补足物。然而这方面的经济计量证据还不能令人信服。

(A)

(B)

为水平的。[①] 我们在图 15·6(A)中已看到这种情况:货币政策变得软弱无力。

小 结

1.已知利率和收入之间的相互作用,为了决定其中一个,我们必须对它们同时进行考察。这可以利用一个利率为 Y 轴,收入为 X 轴的图形。

2.IS 曲线把所有相对应的利率和收入联系起来,从而把商品和劳务市场的所有均衡点连接起来。较低的利率会刺激支出,它又会和乘数效应一起使收入增加。所以 IS 曲线向下倾斜,它的斜率取决于支出对利率的反应以及乘数的大小。

3.LM 曲线把所有使货币供给等于货币需求的利率和收入联系起来。它的斜率取决于货币需求对利率和收入变动的反应,以及货币供给对利率的反应。

4.除了在极端的情况下,IS 和 LM 曲线表明货币政策和财政政策都会影响收入。财政政策可能挤出或挤进私人支出,这取决于货币和政府证券属于替代关系还是补足关系,也取

① 从原则上说,这种情况只有在人们相信利率已经跌到谷底这样非常特殊的条件下才会出现。如果这样的话,他们就不会在利率较低时购买证券,因为他们相信,当利率回升时,债券的市场价格将下跌。

决于 IS 和 LM 曲线的斜率以及人们在公债增加时会不会减少消费。

问题与练习

1.用你自己的话解释为什么 IS 曲线向下倾斜,而 LM 曲线向上倾斜。

2.解释为什么 IS 曲线和 LM 曲线只能相交于一点。

3.哪些因素会使 IS 曲线和 LM 曲线移动?

4.除了货币需求对利率的弹性趋于无穷大之外,还有哪些其他可以使你得出 LM 曲线成为水平状态这样的极端情况?

5.在图 15·4 中的某处加上一点 E,并说明为什么它不是均衡点。(如果你挑选的点既不在 IS 曲线又不在 LM 曲线上,那么,你必须作一些关于货币市场和商品市场趋于均衡的相对速度的假定。)

6.解释为什么政府支出会挤出或挤进私人支出。

附录：

完全可变的价格和IS—LM 图形

虽然IS—LM 方法已被广泛使用，但它仍受到一些经济学家的批评，特别是受到罗彻斯特大学的卡尔·布鲁纳和卡内基—梅隆大学的阿伦·梅尔查等人的批评。一个原因是，只有当通货膨胀率由外生因素给定时，IS—LM 图形才是有效的。这是因为IS—LM 图形的Y 轴既要表示实际利率又要表示名义利率。实际利率，更确切地说是预期的实际利率，是我们在画IS 曲线时所用的适当利率，因为投资取决于预期的实际利率。但是，货币需求以及LM 曲线则主要取决于名义利率。①

如果通货膨胀率是一个常数，那么我们可以把名义利率

① 如果现金余额中最后１美元的效用是5%，而证券的名义利率是6%，那么(假定没有交易成本)，无论通货膨胀率是多少，都应当购买证券。通货膨胀对持有货币或者持有证券的损害都是一样的。

和实际利率标在同一个坐标轴上,例如,通货膨胀率为 5%,那么在 Y 轴上标成 8%名义利率的点也可当作 3%的实际利率。但是,如果通货膨胀率不是一个常数,就不能这样处理。因为这两个尺度之间没有统一的关系。正像实际所发生的那样,当收入越多时,通货膨胀率越高。那么,这两种利率尺度在 Y 轴上的关系就取决于 X 轴上我们所关注的点的位置。这意味着,如果我们不知道收入为多少,那么就不能画出 IS—LM 曲线。这个问题可以通过加入第三个维数来解决,即用 Z 轴表示通货膨胀率。

但是这个图解式的“答案”只是问题的一部分,如果价格是可变的,在长期中确实是这样,那么,名义货币供给的增加(或名义货币需求的减少)并不会降低利率。从长期来看,无论 LM 曲线内移还是外移,利率都是一样的。

第二个问题是这个图形没有考虑资产存量的增加。

第三个问题,实物资本应从哪里引进该图形?人们不一定就像 LM 曲线所规定的那样,只是在持有货币或购买收息资产之间进行选择。实际上,人们也可以购买实物资本(如普通股票和房屋)。如果实物资本的收益总是跟收息资产的收益同步变动,那将没什么问题,这些资产的利率可以在一定程度上代替资本的收益。但是,这两种收益是会产生背离的。

16

货币主义学派

到现在为止，我们所讨论的理论是凯恩斯主义的理论。它根源于凯恩斯的《通论》，但凯恩斯的追随者已经进行了大量的修正，这种修正在一定程度上是对货币主义者提出的抨击的反应。但是，由于凯恩斯主义者仅仅接受了货币主义者的一部分批评意见，所以凯恩斯主义者和货币主义者仍然相距甚远。

在凯恩斯主义者和货币主义者之间的争论中包含着两个最基本的分歧。一是研究战略的分歧。一种理论（更确切地说是一种范例）不仅仅是一系列假定，以及从这些假定到结论的逻辑推导，它还包括关于什么问题较重要以及什么是对它们进行研究的最好方法的一系列思想。在这方面，凯恩斯主义者和货币主义者的一个重要分歧是，货币主义者把注意力集中在长期，而凯恩斯主义者较重视短期。这并不是说凯恩斯主义者忽视长期考虑，而货币主义者忽视短期分析。事实远非如此，这只是一个侧重点不同的问题。研究战略方面的另一个分

歧是货币主义者强调货币市场的均衡，而凯恩斯主义者更注重商品市场。因此，凯恩斯主义者不仅论述货币供给和货币需求，而且论述边际消费倾向和投资的边际效率。货币主义者则着重于货币供给和货币需求，而只是把边际消费倾向和投资的边际效率当作影响货币供给和需求的因素间接地引进分析。货币主义理论的核心是货币数量论。①

凯恩斯主义者和货币主义者在对一些战略性变量的经济计量学的估测方面持不同意见。他们不是在逻辑问题上意见分歧，如果他们从同样的实证性假定出发，他们将得出相同的结论。这是很明显的，因为纯粹的逻辑争论可以较容易地得到解决。这里，一个重要的实证性争论是：凯恩斯主义者认为，在没有政府干预的情况下，私营企业经济是不稳定的，而货币主义者认为没有政府干预时，私营企业经济将是稳定的，并把现实的混合型经济中实际发生的许多不稳定归咎于政府的干预。

我们不应夸大这些分歧。经济学家不能分为两个截然相反的阵营，许多经济学家同时采纳了这两种理论的部分内容。在温和的货币主义者和温和的凯恩斯主义者之间并没有一条明显的分界线——有时要区分它们是困难的。

① “货币主义”和“货币数量论”有时被当作同义词。然而，我们所指的“货币主义”包括一系列的观点，货币数量论只是其中一种，虽然它是最重要的一种。

货币数量论:基本原理

货币数量论的基本思路及其研究战略是直接观察一个市场即货币市场的均衡状况。例如,假设货币市场是不均衡的,货币需求超过货币供给,这样人们就会通过缩减他们的净开支——投资或消费——来确定他们持有的货币数量,从而总需求将减少。相反,如果人们的货币多于想要持有的数量,他们就要通过多投资或多消费来减少所持有的货币。所以,总需求变动可以理解为人们持有货币的数量超过或少于他们想要持有的货币数量的结果。

为便于分析货币数量论,我们暂时作一定的简化。假设只存在两种资产,即货币和商品,而且不存在证券。现在我们进一步假定由于联邦储备系统的公开市场业务,社会公众起初持有的(实际或名义)货币多于他们想要持有的数量。这时将出现什么情况是容易预测的。人们将试图用过多的货币交换商品,从而总需求将增加。相反,如果由于联邦储备系统在公开市场上出售证券,因而实际货币余额低于期望的水平,则社会公众就要削减他们的支出来积累更多的货币,从而总需求将下降。

虽然每个人都可以通过购买商品很容易地减少自己的货币存量,但对于整个经济来说,情况并不是这样。当一个人通

过购买商品而减少货币时,卖主的货币持有量就会增加。这样,社会公众作为一个整体,怎样才能使他们的货币余额达到平衡呢?这里的答案是:当人们把他们过多的货币余额花掉时,卖主面临着对他们商品的需求的增加,所以他们将增加生产及提高价格,从而导致名义收入的增加。当名义收入增加时,人们想要持有的名义货币量也会增加。随着这一过程持续下去,就会达到某一个点,使名义货币余额不再是过多的,这时的经济又回复均衡状态。

如果我们考虑一个特殊的情况,假定实际的收入不变,而且只有价格对总需求的增加起反应。我们就可以得到一个完美而又简单的结果:价格将严格按过多的货币余额的比例上升。例如,如果出现了比社会公众在现有价格水平上愿意持有的数量多10%的货币,则价格上升10%。这将是一个新的均衡,因为社会公众持有与以前相同的实际货币量(M/P)。所以,在这个简单的例子中,实际收入不变,而且不存在证券,我们就可以得到传统货币数量论的结论:价格根据货币数量严格地成比例变化。

在较复杂的情况下,实际收入不是固定不变的。这时,情况就有所不同,因为现在有两种因素即价格的上升和实际收入的增加,促使人们持有原先是过多的货币余额。所以,在这种情况下,价格上升的幅度要小于货币余额过多的比例。

到此为止,我们只论述了不存在证券的经济。下面,让我们引进证券进行更为现实的分析。人们将他们的一部分过多的货币余额花在证券上而不是花在商品上。这样,过多的货币余额会使证券价格上升,从而使利率降低。这就刺激了投资和

消费，因而总需求要增加。但是总需求的初始增加（我们把随后将出现的情况留待后面讨论）要小于不存在证券的情况。因为随着利率下降，则社会公众愿意持有比以前更多的货币。例如，如果名义货币存量增加10%，而实际收入不变，价格可能上涨（初始增加）达7%（这将使名义货币需求也增加7%），剩下的3%货币将由于利率的下降而被社会公众所持有。

这一过程可以用前面讨论过的剑桥方程式M＝KYP来表述：这里，M是货币存量，k是人们想要作为货币持有的名义收入（YP）的比例。假设起初的M等于100，K等于1/5，则YP等于500。现在，如果M上升到200，K保持不变，则YP要增加到1000。但是，如果利率的下降使k从1/5增大到1/4，那么，YP只能增加到800。

上述过程表明实际的和期望的货币余额的相互作用如何决定收入，但尚未提到边际消费倾向和投资的边际效率。这是因为，一旦我们知道人们将要以多大幅度改变他们持有的货币数量，就能够以收入的剩余金额倒算出他们要花费的数量。因为，收入中的任何部分倘若不花费于商品或证券，则一定是加入持有的货币量。这也说明了凯恩斯主义理论和货币数量论在研究战略上的区别。

货币数量论的发展

货币数量论已有较长的历史，例如，苏格兰哲学家大卫·休谟在18世纪50年代就提出了这种理论的一个复杂范例。但是，该理论在20世纪30年代却落了个坏名声，其部分原因是由于它似乎不能解释当时的大萧条，而在一定程度上还由于凯恩斯著作在1936年的发表。虽然有些经济学家继续提倡货币数量论，但大多数经济学家都成为凯恩斯主义者，并把货币数量论和古代的迷信相提并论。

只是到了20世纪50年代的中期和后期，货币数量论才成为凯恩斯主义理论的强大对手。这种对抗有着一系列原因：其一，第二次世界大战结束后，不同于许多凯恩斯主义者的预测，美国经济没有再出现造成30年代大萧条的那些条件，而是发生了通货膨胀；其二，凯恩斯革命的一个表面上的主要好处在于提出政府通过控制支出和税收，能够保持经济接近于充分就业。但是事实证明，按照这些建议来改变政府支出和税率时将遇到严重的经济和政治方面的困难。所以凯恩斯主义的理论似乎并没有原先想象的那么有用；其三，变革的时机已经成熟。经济学家们已经沿用凯恩斯主义而花费了大量精力，

现在准备尝试一些新的东西。[①] 但是货币数量论的复苏不应当仅仅归因于非人为的事件,它之所以能东山再起,也是由于得到一些极有才能的经济学家的接受。这些经济学家创立了货币数量论或曰货币主义的好几种不同范式,因此,我们在这一章及其附录中,将论述这个学派的各个范式分支。

芝加哥学派

货币主义学派的最著名范式是米尔顿·弗里德曼及其原来在芝加哥大学的学生们的研究成果,这些学生包括菲利普·卡冈(哥伦比亚大学)、大卫·莱德勒(西安大略大学)和大卫·迈泽尔曼(弗吉尼亚综合学院和大学)。弗里德曼还作为自由市场论的主要倡导者获得了更大的知名度。虽然他的货币理论观点和一般自由市场的见解是一致的,但是前者并不需要依赖后者才能成立。人们可以接受他的货币理论与政策的观点,而不一定非接受他的一般性政治观点。反之亦然。其实,弗里德曼和他学生的大部分研究都侧重对货币需求的解释。让我们来回忆一下剑桥方程式 $M=KYP$,如果 K 是稳定

① 一种新的重大理论会提供许多令人兴奋的研究机会,因为它提出了在过去被忽视的问题。过了一段时间,一些更有希望的研究机会又被开发,所以经济学又要接受一种新的理论。

的，我们就可以预测当货币供给变动时，名义收入将如何变动。但是，K 是不是某一稳定的数字，比如说 1/5 呢？当然不是。在第 14 章中，我们已指出实际货币需求是利率和其他变量的函数。

所以，货币数量论的弗里德曼范式不是把货币需求量（从而 K）当作一个稳定的数值，而是当作其他变量的稳定函数。[①] 事实上，如果货币需求是一些可度量变量的稳定函数，那么，如果已知这些变量的值，就可以预测到需要多少货币。假设和我们在描绘 LM 曲线时的条件一样，名义货币需求是名义收入（YP）和名义利率（r）的函数，那么：

(1) $M_D = f(YP, r)$

因为实证性证据表明，货币供给和货币需求通过货币市场很快会达到均衡，所以，我们有：

(2) $M_S = M_D = f(YP, r)$

或者更进一步：

(3) $M_S = M_D = a + bYP + cr$

这里，a、b、c 是可用统计方法估测的系数。假设我们已知道了 r，这时，一旦我们得知名义货币存量（M_S）将发生什么变化，我们就可知道应如何改变名义收入以便使方程（3）成立。这就是弗里德曼的修正性货币数量论的观点。

凯恩斯理论告诉我们，收入不仅要取决于货币供给和货

① 弗里德曼修正传统的货币数量论的另一个方面是，他把这个理论主要用于决定名义收入而不是价格。传统的货币数量论是着眼于长期事件，即价格将随货币数量的变化而变化，而不影响产出。

币需求（LM 曲线），而且取决于 IS 曲线的变量，如消费倾向和投资边际效率。这些因素在货币数量论中有何地位？它们是间接地发挥作用。假设边际消费倾向或投资的边际效率提高，则名义收入增加。但是方程⑶告诉我们，如果收入增加，而货币供给保持不变，那么利率也必须上升。这反过来要减少剑桥系数 k；也就是说，它加快了货币流通速度。这样，既然消费倾向和投资边际效率间接地进入了弗里德曼的分析，所以在真正的抽象意义上，这两种理论并没有重大区别。

真正的分歧在于两个实证性问题：第一，货币数量论者认为货币需求函数是稳定的，而凯恩斯主义者则认为它较为易变。从方程⑶来看，凯恩斯主义者认为系数 a、b、c 都是不稳定的。

第二，凯恩斯主义者认为，当货币供给增加时，收入并不会同比例地增加。由于利率要下降，在利率较低时，社会公众在单位美元收入中想要持有的货币数量增多，以致货币流通速度减慢。所以收入虽有较大增加，但小于货币供给增加的比例。而如在第 13 章所讨论的那样，货币数量论者则回答说，当货币供给增加时，名义利率只是暂时下降，它迟早会回升。他们甚至认为利率将很快回升而不是较迟才回升，而且一旦名义利率回到原先的水平，货币流通速度也会回到原先的水平。此外，他们还认为，货币需求的利息弹性并不很大，所以 LM 曲线是很陡的。LM 曲线越陡，则货币供给外生增加所引起的收入增加幅度就越大。

所以，关键的问题是利率以多快的速度回到原先的水平，这是一个难以解决的实证性问题。我们从资料中所观察到的

只是名义利率，然而，影响支出的则是预期的实际利率。为了估计预期实际利率，我们必须从名义利率中扣除预期的通货膨胀率。但是，我们无法估计出能使大多数经济学家信服的预期通货膨胀率。

传 导 过 程

货币影响收入的机制是什么？弗里德曼关于货币如何影响名义收入的解释在好几个方面不同于凯恩斯主义的观点。首先，他没有提到利率，而是认为当人们持有过多的货币余额时，他们就会增加支出以便使他们持有的货币处于均衡状态。但弗里德曼学派和凯恩斯学派的这一区别不是主要的。从形式上说，我们可以把需求曲线上任何一点与价格轴或货币数量轴相联系。但无论我们说货币数量已经增加或是利率已经下降，都没有谈及基本的理论问题。弗里德曼之所以重视货币数量而不重视利率，正是因为他认为（我们在第 22 章将进一步讨论），相关的利率不能通过可获得的资料加以恰当地度量。所以，侧重于利率的分析在应用到实际问题时可能会得出错误的结论。

第二个分歧是，弗里德曼认为货币供给的变动以非常多及非常复杂的方式影响支出，因此要全部找出它们是徒劳的。任何这样做的企图都难免遗漏掉一些方面，从而将低估货币对收入的总影响。因此，弗里德曼没有建立雄心勃勃的经济计量模型（他在任何情况下都不太相信大型经济计量模型），而宁愿采用一种不同的方法，也就是把一定时期内货币供给的变动和名义收入的变动相比较，而不是根据货币影响收入的

特定途径去探索。这使许多经济学家批评他依赖于某种形式的“黑箱”:货币供给的变动从黑箱的一端进入,收入的变动则从另一端现出,任何人都不知道这一过程是如何进行的。批评者经常提到这个问题,他们说弗里德曼是依赖货币变动和收入变动的单一相关关系,但经济学上有许多不能证明一种变量引起其他变量的相关关系的例子。例如,一个城市的中学教师数量和人均的酒精消费量之间也存在着一种相关关系。另一方面,弗里德曼则认为,实证性证据表明货币和价格之间的相关关系是有因果联系的,而不是不合逻辑的。此外,经济学理论已经告诉我们,当一种商品的供给增加时,它的价格为什么要下降。这也可以直接用来解释为什么货币供给增加时,货币购买力会下降,即价格会上升。难道我们还需要更多的说明吗?

关于货币重要性的一些实证性证据

图16·1表示了美国的货币变动与名义收入变动之间的密切关系。在其它一些国家(如日本)也存在这种关系(见图16·2)。弗里德曼和安那·施瓦茨(国家经济研究所的研究人员)已经发现,英国的货币和名义收入之间存在着高度的相关性。图16·3列示了在不同国家的货币增长率和名义收入的相互关系。

货币和收入的高度相关是否意味着货币增长率的变动引起名义收入的变动?或者是否应当用相反的说法,例如,收入的变动引起货币增长率的变动来解释这种相关关系?如果是后面这种情况,那么这种相关性肯定不是支持货币数量论的

证据。弗里德曼和施瓦茨从好几个方面论证了从货币到收

入这样的因果关系假设。第一，他们和哥伦比亚大学的菲利普·卡冈一起从历史角度对引起货币供给变动的因素进行了广泛的研究。他们得出这样的结论：在像 1920—1921 年或 1929—1933 年这样的严重衰退时期，货币存量的减少是由于

其他一些特定原因—— 如银行的大量倒闭或联邦储备系统的紧缩政策,而不是由于收入的减少。因此,他们认为,在这些情况下,因果联系一定是从货币到收入,因为我们知道,货币存量的减少是由于收入下降之外的一些其他原因引起的。同样,货币存量的大量增加可以用诸如黄金提炼新技术的发展这样的因素来解释。对于那些次要的经济衰退,即更为常见的经济衰退,弗里德曼和施瓦茨则承认历史资料并不是非常清楚的。① 这种情况可以使人们在凯恩斯主义理论和弗里德曼理论之间选择一个折衷方案,即凯恩斯主义的理论可以解释那些一般的、不太严重的经济衰退,而严重的经济衰退则是由于货币增长率的下降所引起的。

① 弗里德曼和施瓦茨还指出了货币增长率的峰顶经常先于经济周期的峰顶这一事实,但是,他们认为这个事实对证明他们从货币到收入的因果关系假设的重要性,要比前述的历史资料的重要性低得多。正如詹姆斯·托宾所说(见《货币和收入:此因彼果》,载《经济学季刊》,第84期[1970年5月号],第301—317页),这个证据是值得怀疑的,因为我们可以建立一个收入变动是因,货币增长率变动为果的模型。而且货币增长率的峰顶仍早于收入的峰顶。

另一方面，货币数量论的批评者强调，收入的增加会引起货币存量的增加。当利率和收入上升时，货币乘数会在一定程度上增大。此外，当收入增长率加快时，联邦储备系统也试

图加快基础货币的增长率。

圣路易斯学派

进行下面的测试似乎是解决凯恩斯主义和货币主义争论

的一种方法：让凯恩斯主义者和货币主义者按照各自的理论，分别选择一些变量用于解释收入，然后把这些变量引入回归方程式。这样，我们就可以看出哪一种回归线可以更准确地解释过去的收入变动。特别是，当我们进行的测试和政府应采用什么样的政策工具这个问题直接相关时，我们将会看到，究竟是通过财政政策抑或是通过货币政策才能更好地预测收入。由于凯恩斯理论宣称财政赤字和货币存量的变动都会引起名义收入的变动，因此，如果我们发现财政政策和货币政策的确都会引起名义收入的变动，那就证明凯恩斯理论是正确的。但是，如果资料表明，财政赤字和名义收入变动之间的相互关系即使有也是十分微弱的，而货币存量变动对收入却有很大影响，那么，它就能证实货币数量论，并且否定凯恩斯理论。

当时在圣路易斯联邦储备银行工作的两名经济学家利昂纳尔·安德森和杰里·乔丹，进行了这种测试。他们是在米尔顿·弗里德曼和大卫·迈泽尔曼（任教于弗吉尼亚综合学院和大学）早期测试基础上进行的。他们用来解释收入的变量是狭义的货币存量（M_1）和基础货币，以及高就业时联邦政府的收入、支出和赤字。[①]

安德森和乔丹得出的结论是引人注目的。名义货币存量或基础货币的变动对名义收入有很大的影响。然而，财政政策变量却没有持续的影响，财政政策变量在自身增长的那个季度里，会使收入增加；有些还会使下一个季度的收入增加。但

① 安德森和乔丹不是用政府支出和赤字的实际数字，而是用与高就业相适应的给定收入水平条件下的政府收入和赤字的估计数字。

在随后的季度里则使收入降低。结果在一年中，这些收入的净效应接近于零。（运用最新的资料重新进行分析时发现，财政政策在任何季度中都不起作用。）这些结论表明，财政政策不是一种有用的稳定工具。相反，货币政策，即改变货币的数量，却是一种更为有力的工具。另外，货币政策影响收入的速度比财政政策更快并更易预测，也由于这些原因，货币政策看来是更好的政策工具。迈克尔·格郎（当时也在圣路易斯联邦储备银行）后来的研究发现，在其他几个国家都有类似的结果。这些结论使大多数经济学家感到震惊，导致了广泛的争论。我们将仅仅讨论其中的一些重要内容。

一种批评意见针对安德森和乔丹所采用的货币变量，即在他们的回归方程中，有些用货币存量（M_1），有些则用基础货币。为了使他们的分析成立，因果关系应该是从这些货币变量到收入，而不应是从收入推导这些货币变量。否则，我们所观察到的名义收入变动和名义货币变动之间的相关关系，就无法证明货币供给变动引起收入变动的论点。但是，这种相关关系是否总是从货币到收入，而不是从收入到货币呢？批评安德森和乔丹的人指出，当收入增加时，利率也要上升，而当利率上升时，联邦储备系统就会有意于增加基础货币，而且利率的上升将使货币乘数增大。所以这些批评者认为，安德森和乔丹发现的货币变动和名义收入变动之间的高度相关性并不能证实货币数量论。然而，安德森和乔丹却认为，因果关系确实主要是从货币到收入。

这种批评似乎没有抓住真正的问题，因为安德森—乔丹研究的惊人之处，并不在于货币变量是强有力的，而在于揭示

出财政变量的作用如此软弱。然而,由于在他们的研究资料中,货币变量和财政变量是相关的,这两种结果也是有相互联系的。在他们的回归方程式中,如果降低货币变量的作用就会增大财政变量的重要性。

另一种批评意见是针对安德森和乔丹不采用大规模的经济计量模型,而只是用单一的方程来解释名义收入。为了验证安德森和乔丹所偏好的单一方程法是否合适,麻省理工学院的弗朗哥·莫迪里亚尼和宾夕法尼亚大学的艾伯特·安多进行了一个测试,以验证该方法会不会导致错误的结论。[①] 他们间接地研究了这个问题。假设有这样一种特殊的情况:我们已知道财政政策有着很大的作用,而安德森—乔丹的方法却表明财政政策不起作用。如果这样,我们就可以说,既然安德森—乔丹的方法在一种情况下得出了错误的结论,那么它在其他情况下也是不能令人信服的。莫迪里亚尼和安多运用联邦储备系统的大型经济计量模型来预测由于货币政策和财政政策变动引起的收入变动。然后,他们把这个模型预测到的收入资料当作收入的实际观察值,即根据安德森—乔丹方法,通过货币政策和财政政策加以解释的实际观察值。当莫迪里亚尼和安多这样做时,他们得出的结论是财政政策对收入没有持续的影响。我们知道这种结论是错误的,因为在产生收入资料的那个模型中,财政政策对收入确有很大的影响。因此,安德

① 弗朗哥·莫迪里亚尼和艾伯特·安多:《财政行为对总收入的影响及货币主义者的争论:理论与证据》,载杰罗姆·斯坦主编的《货币主义论》,第17—42页,北荷兰图书公司(阿姆斯特丹)1976年版。

森—乔丹的方法可能产生错误的结论，从而他们的结论不应当被采纳（但是，这一测试不大有说服力，因为莫迪里亚尼和安多所运用的方法同安德森和乔丹的方法不完全一样）。

货币主义的一些主张

货币主义的范围大于货币数量论的范围。我们可以从凯恩斯主义和货币主义之间的争论中归纳出 12 个主要问题。[①] 对这些问题的论争中的一个基本分歧涉及到分析的时间长度以及经济作出适应性调节的速度。凯恩斯主义者承认货币主义者的许多观点在长时期里是正确的，但在与经济政策相关的较短期内则是不正确的。[②] 这些分歧中有 6 个和政策有关，它们将留待第 25 章再作讨论，其余的 6 个分歧将概述如下：

第一个即最基本的分歧是，货币主义者信奉货币数量论。

第二个分歧是关于货币存量变动影响收入，即传导过程的假设。我们已经讨论了弗里德曼的传导过程观点，在本章的附录 B，我们将考察其他两位杰出的货币主义者—— 布鲁纳

① 为了进一步讨论这些问题，可参阅托马斯 · 梅耶主编 :《货币主义的框架》，W .W .诺顿图书公司（纽约）1978 年版。

② 对于货币数量论，凯恩斯有句名言，“在长期中我们都是无用的。”参阅《简论货币改革》，麦克米伦图书公司（伦敦）1924 年版，第 80 页。

和梅尔查的传导过程。

第三，货币主义者认为，经济中的私营部门具有内在的稳定性，如果政府不用那些考虑欠周的政策来扰乱经济，那么，虽然收入仍会有某些波动，但失业水平将是可接受的，而且通货膨胀是很轻微的。相反，凯恩斯主义者大体上认为私营经济是内在不稳定的，因此需要财政政策和货币政策使它稳定。

第四，正如我们在前面所述，货币主义的研究战略是侧重货币的供给和需求。

由此引起了第五个分歧：凯恩斯主义者通常是用大规模的经济计量模型来详细描绘经济中的各个部门，而货币主义者则倾向于用较小的、高度概括的模型，这种模型把货币供给直接同国民生产总值联系起来。

最后，货币主义者和凯恩斯主义者对价格水平的考察角度不同。货币主义者比凯恩斯主义者更认为价格水平是非常易变的——上涨及下跌。例如，假设石油价格上涨20%，凯恩斯主义者会说，如果石油直接或间接地作为原材料占国民生产总值的10%，则石油价格上涨20%会使总的价格水平上涨2%。然而，货币主义者则认为，在名义货币存量保持不变的情况下，石油和石油产品价格的大部分上涨都会被其他价格的相对降低所抵消。这是因为，如果石油价格上涨，价格水平将上涨2%，则名义货币需求将增加并超过名义货币供给，结果，总需求将下降，从而使价格再次下降。

这些主张在许多方面都是互相联系着，我们不仅可以在石油价格上升这个例子中看到货币数量论在起作用，而且也可以在货币主义的主张中看到货币数量论。货币主义的这个

主张是，我们在决定总需求时不必考察经济中的特定部门的需求。[1] 同样，货币需求是稳定的这一假说与私营部门是稳定的这种观点很相符。如果私营经济是稳定的，那么就没有理由为特定部门的需求而烦忧。此外，如果我们把价格水平视作单一的，那么，像上述的石油价格例子那样，一个部门的价格上升将被其他部门的价格下降（或增长率的减慢）所抵消，从而这种经济将较少地遭受成本驱动型通货膨胀的影响。因此，从这个意义上来说，这种经济是稳定的。此外，如果我们不必为不同部门的具体分配而烦忧，那又何必要使用大规模的经济计量模型呢？所以，货币主义的这6个主张构成一个相互联系的整体，尽管它们的关系并没有密切到采纳一个主张就必须同时采纳其他主张的地步。

稳定性问题

现在，我们进一步考察货币主义者和凯恩斯主义者的一个主要分歧：私营企业经济的稳定性问题，即私营企业经济在没有政府稳定政策的帮助的情况下有无避免长时期内的大量

---

① 但是，在确定由于产量变动而使价格将发生什么变动时，我们就不能仅仅考察总需求。

失业和严重通货膨胀的能力。[①] 正是由于经济的不稳定行为才促使了凯恩斯学派的发展。在二次世界大战前的近 200 年期间，资本主义国家的发展周期性地受到恐慌、衰退和萧条的冲击。30 年代的大萧条就是致命的一击，虽然货币主义者把这次大萧条以及其他几次严重的萧条归咎于货币存量增长率的急剧下降，但人们普遍认为那次大萧条并不是货币安排不当的结果，而是由于资本主义制度的固有缺陷。因此，所有市场经济的发达国家的政府都采取了干涉主义政策，旨在防止或限制生产和就业的反复无常变动，这种变动在当时造成了那么大的浪费和灾难。凯恩斯的收入—支出分析为干涉主义的稳定政策提供了一个理论根据，并且为分析其他稳定政策提供了范例。

凯恩斯理论强调私人投资是不稳定的，同时它还反对所谓私营经济包含着可以抵消投资波动引起的收入波动的调节机制的观点。凯恩斯学派把投资的不稳定归咎于由于新技术和新产品带来的投资机会的变动。他们还认为，投资的这些波动会由于证券市场的投机而增大。此外，凯恩斯和他的追随者还强调投资具有摆动趋势，以便为自己寻找论据。投资的增加会通过乘数效应促使消费支出增加，由此引起的生产能力利用状况的改善会使原先未卷入投资浪潮的那些部门也增加投资。当初始推动力减弱后，整个过程就会逆转过来。

在分析一个经济体制的不稳定性根源时，我们必须把不

---

① 关于凯恩斯主义在这方面的观点，可参见海曼·明斯基：《约翰·梅纳德·凯恩斯》，哥伦比亚大学出版社（纽约）1975 年版。

稳定的主要原因同该经济体制对那些重要冲击的次要反应区分开来。1973—1974年的石油冲击就是不稳定性的主要震源或原因的一个典型例子。而对于投资变动的乘数效应则是次要反应的一个简单例子。

存货周期的变动是更为复杂的情况。收入增长率的加快会增加存货投资率,这反过来又使收入增长率进一步加快。促成繁荣的初始推动力耗尽后,不仅会直接减慢收入的增长速度,而且会使存货投资减少,甚至会造成产出的绝对下降。在这种情况下,企业厂商将有着过多的存货,所以将在一段时期内企图减少存货,并且使存货投资变为负数。这当然会使情况变得更糟,引起收入的进一步下降,并加剧存货问题。由于存货投资只是国民生产总值总额中的一小部分,要清理这些过多的存货通常是可能的。然而,存货机制会使产出的波动与改变投资和产出增长率的初始推动力不能同步。

货币主义者和凯恩斯主义者都认为,所有这些因素,在原则上都会引起经济波动。而货币主义者还认为,作为一个实证性问题,我们所面临的绝大部分收入波动都是由于货币供给增长率变动而引起的,因而是中央银行的失误所致。其次,货币主义者较之凯恩斯主义者更少强调既定的外生冲击所引起的宏观经济影响,因为他们把精力集中于货币的供给和需求,并且认为货币的供给和需求可以作为一种自动稳定器。例如,假定某一革新大大增加了航空工业的投资,并促使名义收入增加。但是,既然M=KYP,则当货币存量不变和名义收入增加时,K 必须下降。即使暂时忽略利率的变动,社会公众为什么会愿意减少K?由于人们起初持有的货币对名义收入的比

率是合理的，当名义收入增加后，他们将增加自己持有的货币量。而且，他们是通过减少支出（或卖掉资产）来增加货币持有量。所以，为航空工业提供生产资料的那些行业的产出增加和价格上涨，会被其他行业的产量减少或价格下跌所抵消。

诚然，即使利率上升，社会公众仍要保持 k 不变的假定也是极端化和难以置信的。但是，货币主义者认为，货币需求的利息弹性不很大，所以投资繁荣只会温和地降低 k。在货币保持不变，k 只是温和地减少的情况下，收入也只会温和地增加。在货币主义者的分析中，各种冲击，如技术革新，对相对产量和相对价格的影响要比对总产量和总价格水平的影响大得多。

此外，虽然货币主义者同意经济会遭受一些冲击，但是他们认为这些冲击（除了政府政策引起的冲击）不会像许多凯恩斯主义者所说的那么经常发生或幅度那么大，因为消费取决于长期收入，而投资取决于长期需求的变动。

究竟资本主义经济是稳定的还是需要政府干预才能避免发生不可接受的失业和通货膨胀？这个问题无疑是极端重要的。遗憾的是，这个问题提出来容易，但却难以回答。我们认为，还不存在令人信服的实证性证据可以使人们断定谁是正确的。下面将说明在回答这个问题时碰到的一些困难。一种可能的方法是建立一个经济计量模型，用稳定的货币政策和财政政策代替实际执行的政策，然后看看这个模型中的收入波动幅度是否小于实际的经历。但是，这一答案将取决于采用什么样的模型。此外，货币主义学派还怀疑这些模型用来度量不同政策影响时是否足够可信。另一种可能的办法是要分析

战后实行稳定政策以来的经济是否比1929年前没有实行这种政策时更为稳定。然而，即使现在的经济状况的确较为稳定（这是经济历史学家们争论的一个问题），货币主义者仍然可以争辩说，这是由于1929年以前货币存量经常发生反复无常波动的缘故。第三种方法是了解在那些政府较少采取行动稳定收入的国家中，收入实际上会不会比那些实施强有力稳定政策的国家的收入更为稳定。然而，这里的问题是怎样确定因果关系的顺序。一些国家之所以执行更强有力的稳定政策，很可能正是由于它们经历过较大幅度的收入波动。可见，对于资本主义经济是不是固有稳定这个问题，每一个答案都是有问题的。

小　　结

1.货币数量论侧重于货币市场的均衡和不均衡。总需求的变动被解释为是由使实际的货币持有量趋于均衡的意图所造成的。该理论把货币需求当作有选择的一些变量的稳定函数，而不是当作一个稳定的数量。

2.如果货币存量的变动只是在短时间内改变利率，那么，货币需求取决于利率这种说法和货币数量论是一致的。一旦预期实际利率回到原先的水平，名义收入和货币就会同比例地变动。

3.芝加哥学派的传导机制是用货币数量的变动而不是用利率的变动来表示的,而且该学派没有详细分析货币影响收入的特定渠道,这在一定程度上是由于这些影响渠道太多。

4.许多实证性证据表明,名义货币与名义收入或价格之间存在密切的相互关系。但争论在于这种因果关系的顺序。

5.圣路易斯学派把名义国民生产总值的变动作为货币供给和财政变量之变动的回归线,它发现货币供给起决定性作用,而财政政策对国民生产总值没有影响。

6.货币主义可以被描述为由一系列相关的主张构成的集合。除了那些和政策相联系的主张外,这些主张包括:货币数量论的有效性、特定的传导过程、私营部门的稳定性、侧重整体的总需求而不是特定部门的需求、重视单一的价格水平、对大型经济计量模型的怀疑态度等。

7.凯恩斯主义认为,经济是不稳定的,这是由于外部冲击和内部因素如存货周期共同作用的结果。货币主义者对这些不稳定因素的实证性意义提出质疑。

问题与练习

1.用你自己的话描述货币数量论的基本思想。

2.如果利率和实际收入都不变,而且不存在货币幻觉,则货币供给增加10%,会使名义收入也增加10%。试加以讨论。

3.如果(a)货币需求对利息是完全无弹性的;或者(b)价格是完全可变的,而且经济处于完全就业状态。说明为什么货币存量的增加会引起价格的同比例上涨。

4.弗里德曼和凯恩斯主义者得出不同答案的主要原因是什么?

5.查阅最近关于货币存量和收入的资料(例如,可以在《总统经济报告》的附录中查到)。试述这些资料能否验证弗里德曼的理论?并计算出剑桥系数k,看看它的稳定性如何?

6.德国在第一次世界大战后经历了极度通货膨胀。1923年11月,批发物价指数等于16个月前的10亿倍。但是,这个时期的货币存量(根据中央银行的流通通货度量)只是(!)16个月前的2000万倍,这将如何解释?它是否与货币数量论相矛盾?

7.假设收入由于投资边际效率的提高而增加,试用货币数量论来解释这个过程。

附录A：

实际余额效应

货币数量论的另一种严密方法称为实际余额法，是由唐佩廷金（任教于希伯莱大学）提出的。它主要涉及到确立两个命题：第一，在某种特定条件下，货币存量的变动会引起价格水平严格地同比例变动；第二，凯恩斯宣称的当经济中价格和工资完全可变时，即使在不充分就业的情况下经济也会达到均衡的观点是错误的。佩廷金并不否认当投资的边际效率下降时，重新确立充分就业也许可能意味着工资发生合理的更大幅度下降；他只是要说明，从原则上说，工资和价格的下降会带来充分就业。

佩廷金围绕实际余额效应展开分析。为了便于说明，我们假设（尽管这种假设是不现实的）直升飞机飞过一个城市，撒下一批通货。这时，幸运的居民将发现，在既定的收入、财富和利率水平的情况下，他们持有的货币大于他们想要拥有的数量。因此，他们就会用过多的货币去购买证券和实物资产。实

际余额效应的这一基本思想非常明显。我们已经从不同角度作过讨论。但为了完全理解它，我们必须把它置于一个模型中，并以一些很特殊的假定开始分析。

假　定

最引人注目的假定是工资和价格是完全可变的，所以只要劳动力供给超过对劳动力的需求，工资就会不断下降。佩廷金并不是说工资行为实际上是这样的—— 他只是要说明当这一假定成立时会发生什么变化。

第二个假定是人们不存在“货币幻觉”(money illusion)。这需要作些解释。假设价格上涨一倍，但人们的收入和财富也增加一倍，所以人们的富裕程度仍和原来一样。那么，支出的名义价值是否也要增加一倍，从而使实际支出不变？如果完全清楚已经发生的变化，并合理地采取行动，人们将会这样做。他们的消费倾向取决于实际收入、实际财富和实际利率，这些变量都是不变的。但是，人们当然也有可能并不完全知道实际收入和财富是不变的。例如，他们可能低估了价格的上涨，从而认为实际收入和财富已经增加。如果这样的话，就被认为存在货币幻觉。

当价格上涨或下降时，会发生收入的某种再分配。如果得益者和损失者具有不同的边际消费倾向或边际投资倾向，则总需求就要受到影响。但为了使分析简单化，佩廷金假设这样的再分配效应不会发生。此外，他假定当价格变动时，人们预测价格会进一步变动，所以不会减少或增加购买。为了便于说明，他还假定政府预算是平衡的。除了这些假定之外，我们还

要暂时假定没有未清偿的政府债券，而且现有的全部货币都是在外流通的货币（如通货）。最后，当引进政府债券时，我们还假定纳税人对政府债务的实际数量是不关心的，当政府债务的实际价值增加时，他们不会感到自己变穷了，因而减少自己的消费。

模　　型

把经济中各种市场分成３个：一是商品市场，在这个市场中，个人对消费品的实际支出以及企业对生产资料的支出是实际收入、利率和实际财富的函数。

二是劳动力市场，这里，劳动力的供给和需求都取决于实际工资；实际工资越高，愿意工作的劳动力供给就越多，而劳动力需求将越少。三是货币市场，这里，实际利率取决于名义收入和名义货币存量。名义收入越高，货币需求量越多，从而利率也越高。货币供给越多，利率则越低。

这个模型的另一方面是，实际支出（即消费加投资）是实际收入和实际财富的函数。这并不是直接从微观经济学理论中得来的假定。实际财富包括３种资产：实物资本及其要求权（如股票）、社会公众对政府的要求权（通货、政府证券和存款机构在联邦储备系统的准备金）、社会公众相互之间的要求权，如公司债券或抵押债权。如果把社会公众作为一个整体，最后这种要求权将不会存在，因为一个人的要求权已被另一个人的信务所抵消。我们首先考虑不存在政府债券和联邦储备系统准备金的情况，这样，社会公众作为一个整体的净财富就只包括资本和通货，而货币等于通货。

模型的运转

现在，我们让这个模型进行运转。我们将考虑5种情况，即劳动力的增加、名义货币存量的增加、货币需求的增加、平均消费倾向的增大和价格的外生性上升。为简单起见，我们把一些实际上同时发生的过程描述为相继运行的过程。

劳动力的增加：当较多的人寻找工作时，工资就会下降。我们已经假定工资和价格完全可变，所以工资必须降到足以使想要工作的人都能找到工作为止。但是，当工资以及价格下降时，总需求会不会也下降？而且由于实际工资不变，所以企业厂商是不是没有雇佣更多工人的动机？为了弄清为什么不会发生这种情况，我们首先假定这种情况确已发生了，然后再来分析它为什么不可能是均衡的。假定工资和价格同样都下降10%，则实际收入不变。但是，实际财富增加了。由于名义货币存量不变，所以实际货币存量增加10%，从而经济中的财富和流动性都会增加。流动性的增加会使利率下降，利率下降将导致支出增加；财富的增加也会使消费支出增加。支出的这些增加反过来抬高了价格。所以，在均衡状态时，价格下降幅度小于工资下降幅度。这会使实际工资下降，从而使更多的工人可以找到工作。

名义货币存量的增加：假设由于一架仁慈的直升飞机使货币存量增加10%，这样，人们就试图通过增加支出来处理这些过多的货币。只要他们的实际货币余额比以前多，他们的支出就会比以前多。只有当价格也上升10%时，实际货币余额才能回到均衡状态。

实际利率将发生什么变动?决定利率的因素是储蓄、资本收益(从而资本需求)和实际的货币需求与供给之间的差额。在佩廷金的模型中,货币供给的增加不会改变储蓄流量或资本收益。此外,如前所述,为了消除实际的货币需求和供给之间的差额,价格水平将不断进行调节。所以,在利率的决定因素都不变的情况下,实际利率必须与货币存量增加之前的利率保持一致。

货币需求的增加:假设人们要多持有10%的实际货币。为此,他们必须减少对其他物品的需求,因为他们的总资产是固定的。我们假定他们同比例地减少了对商品和债券的需求。当他们减少对商品的支出时,失业就增加,以致工资和价格必须下降。只有当价格下降10%之后,可获得的实际货币数量才会增加10%,从而满足了对实际货币需求增加10%的需要。这样,经济又回到充分就业时的均衡状态,工资和价格不再下降。而且,跟上面的货币供给增加的例子一样,利率也必须回到原先的水平。

平均消费倾向的增大:最初,消费的增加会使价格上涨,但是这要减少实际货币存量。此外,由于财富的减少和利率的上升,对价格将形成一种下降的压力。但是,价格不会一直降到原先的水平。当消费倾向增大时,储蓄当然会减少,所以利率会上升。而在利率较高时,社会公众愿意持有的实际货币会减少。然而,由于名义货币存量不变,为了使这个不变的名义货币存量和人们需要较少的实际货币量的意愿相一致,价格必须上升。因此,消费倾向的增大会使价格上升。

价格的外生性上升:假设由于某种原因,企业厂商错误地

认为均衡价格水平已经上升,从而提高价格。这会减少实际财富以及实际货币存量,因而利率上升。但是,利率的上升和财富的减少都会减少支出。当支出减少时,价格被迫再次下降。因此,只有在原先的价格和利率水平上,才会恢复均衡。

结论:在这5种情况中,有两种(货币存量的增加和货币需求的增加)对现实经济没有影响。在这个模型中,纯粹的货币变动,如上述的两种情况,没有实际的影响,货币只是一种面罩。但是在劳动力增加和消费倾向增大这两种情况中,利率也会变动。这些情况显示实际要素(劳动力供给和储蓄供给)的变动,所以我们可以预期劳动力和资本的相对价格(而不是整个价格水平)将发生变动。在最后的那种情况下,价格外生性上升,利率和均衡价格水平都不会发生变动,因为所发生的一切只不过是价格由于错误而上升。

内生货币(inside money)、外生货币(outside money)和政府债券

现在我们可以改变两种假定,即放弃不存在证券以及通货是唯一的货币的假定。如果政府债券像通常那样以名义面值标价,那么,货币存量增加10%而使价格上涨的幅度就一定小于10%。假设价格上涨10%,则政府债券的实际价值就下降10%,从而社会公众将变穷。因此,他们将减少消费,这反过来会迫使价格下降。所以,只有当价格上涨幅度小于货币存量增加幅度时,才会达到新的均衡。

现在假定存在着内生货币,即对私营部门中某些人的要求权,如存款是对银行的要求权。假定这种内生货币增加

10%，而通货和政府债券不变。如果价格也上涨10%，则人们将变穷，因为他们持有的通货加上政府债券的实际价值减少了10%，以致他们将减少消费。因此，当内生货币增加10%时，价格上涨幅度必须小于10%。（价格将在一定程度上上升，因为随着货币存量的增加，利率将下降，从而人们愿意持有更多的货币。）

上述这些方面的最重要一点是，如果存在政府债券或内生货币，那么，货币和价格一般不会像货币数量论的芝加哥学派所认为的那样同比例变动。但对这一点我们必须指出，一些经济学家认为内生货币也是净财富，而另一些经济学家则认为，纳税人确实是把政府债务实际价值的增加当作他们财富的相对减少。如果这些见解是对的话，则前面的讨论必须加以修改。

附录B：

布鲁纳—梅尔查模型

在讨论弗里德曼的货币理论时，我们已提到，他经常被正

确或错误地指责为不能充分解释货币如何影响收入以及仅仅依赖"单纯的相互关系"。安德森和乔丹的研究结果也遭到同样的批评。但是，这种批评意见显然不能适用于其他两位主要货币主义者卡尔·布鲁纳和阿伦·梅尔查的研究结果。他们对传导过程进行了广泛而复杂的分析。布鲁纳和梅尔查反对凯恩斯主义的标准的IS—LM 传导机制，说它过于简单化。

因此，布鲁纳和梅尔查提出了一个不同的传导机制，它强调资产存量的变动和资产相对价格的变动。他们的模型（建立在约翰·霍普金斯大学的卡尔·克莱斯特一些早期成果的基础上）假定政府支出增加。如同在凯恩斯主义标准模型中那样，这会产生一个直接的扩张效应及一个乘数效应。但是，布鲁纳和梅尔查指出它还存在一个存量效应。政府必须为赤字筹集资金；它必须通过发行债券或货币来支付已增加的政府支出。①

首先，我们考虑政府发行货币的情况。微观经济学告诉我们，如果一种物品的供给增加，那么它的相对价格必须下降以保持市场均衡。但是，货币供给的增加不会降低货币以美元表示的价格，1美元总是卖1美元。然而，它可以通过提高其他所有物品即消费品、生产资料、债券等的价格来降低货币的相对价格。当消费用品和生产资料的价格都上升时，扩大生产这

---

① 实际上，除了在很小的程度上，财政部一般不通过发行货币来支撑它的开支。这时，会发生的情况是，财政部发行债券，同时保持利率不变，而联邦储备系统则在公开市场上购买政府债券。但是由于购买证券，银行准备金以及货币存量都会增加。

些商品就变得有利可图,所以产出会增加。同样,债券价格的上升,也使企业发行更多债券并用出售这些债券所得的收入购买生产资料变得有利可图(或者,用凯恩斯主义的术语表示,利率的下降会刺激支出)。起初,所有的这些变量都会使产出和价格上升。但是,只有当多生产商品有利可图时,产出才会增加,因为这些产品的价格相对地高于生产它们所需要的劳动力和其他投入要素的价格。一旦工资和其他成本与产品价格同比例增加时,扩大生产就不再有利可图了,所以产量又会回到原先的均衡水平。这样,货币供给的增加只会暂时地增加实际收入,不过价格、从而名义收入都会持续上升。

现在考虑一个相反的情况,即政府通过把债券卖给社会公众来为增加的支出筹集资金,而不是通过增加货币存量来筹集资金。债券供给的增加使债券价格相对于其他资产的价格下降了。这里的关键问题是,债券价格的这种下降对资本需求,从而对投资有何影响?如果我们假定,正如IS—LM 模型假定的那样,债券和资本是相似的,而且两者互为良好的替代物,那么,当社会公众持有更多的债券时,他们对资本的需求就要减少,从而股票价格和资本物如房屋的价格将下降,企业厂商会减少投资。但是,布鲁纳和梅尔查(以及像耶鲁大学的詹姆斯·托宾等一些凯恩斯主义者)作了相反的假定。他们认为,政府债券和资本是补足物而不是替代物。所以,政府债券供给的增加会增加对资本的需求,因为社会公众试图卖掉过多的政府债券而转向购买公司股票和实物资本,以致使股票价格上升。这样就会刺激企业厂商发行更多的股票以建造更多的工厂和设备,因此,投资和收入都会增加。所以在布鲁纳

和梅尔查的模型中，不仅货币政策，而且政府赤字的大小（即财政政策）以及筹集资金的方法，至少在原则上，都会通过政府债券存量的增加而产生强大的影响。

财政政策在布鲁纳—梅尔查模型中的另一个重要作用是由于这个模型考虑了政府部门的不均衡所造成的结果。大多数宏观经济模型都考察商品劳务市场与货币或债券市场，并且认为：如果这些市场都处于均衡的话，那么整个经济就会达到均衡。但是，假设政府发生了财政赤字，我们能否还说经济处于均衡呢？布鲁纳和梅尔查的回答是否定的。由于政府必须通过发行债券或货币来为其赤字筹集资金，只要存在赤字，社会公众的债券或货币存量就会增加。而且随着社会公众财富的这种增加，他们的支出也要增加。所以，只要政府发生赤字，IS 曲线和 LM 曲线就会不断地向上移动，以致经济不会达到均衡。即使财政出现盈余，情况也是一样的（虽然这时的财富和支出将下降）。均衡需要有平衡的财政预算。

那么，众多的其他经济模型为什么都忽视均衡需要财政预算平衡这一必要性呢？[①] 答案是他们的均衡定义不够全面。因为，他们把由于一段时期内财政赤字引起的社会公众对债券和货币持有量的增加当作是破坏下一段时期均衡的外生因素，从而他们仅仅是个别地分析了这些存量增加所产生的影响。相反，布鲁纳和梅尔查则把整个过程当作一个统一体来看

① 并不是所有的其他模型都忽视财政赤字的影响。凯恩斯学派的一些经济学家已经建立了一些模型，把这些效应与布鲁纳和梅尔查的观点统一起来。

待。

均衡分析之所以对经济学家有那么大的吸引力，是因为通常存在着推动经济趋向均衡状态的力量。在没有新的冲击的情况下，我们可以预测经济的发展结果。这是否适用于布鲁纳—梅尔查模型？如果有的话，究竟是什么机制使经济达到这样广泛的、能使政府预算确实达到平衡的均衡？

假设政府增加开支以致发生赤字。这就会产生一系列效应。它既可直接增加总需求，又可在消费增加时通过乘数效应而间接增加总需求。随着收入的这种增加，税收也会增加。但税收的增加幅度不足以使预算平衡。然而，还存在着其他的效应。其一，赤字会通过增加社会公众持有债券和货币的数量以及增加他们的财富，而提高他们收入中用于消费的比例。其二，当货币和债券存量的增加促使利率下降时，投资也会增加。而且消费和投资的增加都会使名义收入增加，从而使税收增加。此外，价格上升会减少政府对其债务支付的利息的实际价值。由于所有这些原因，总需求的增加会使政府赤字减少。而且只要存在赤字，总需求就会继续增加，最终将使赤字完全消失。这时经济就会达到均衡。如果政府削减开支或增加税收，从而产生财政盈余时，这一分析同样是适用的，即盈余也会消失。

在这个模型中，均衡要求政府预算必须平衡。这里，财政因素如累进税制起了重要作用。税制越是累进的，则为产生消除既定赤字的税收所需的收入增加就越小。财政政策在这里发挥如此之大的作用，以致一些经济学家对布鲁纳—梅尔查模型究竟属于货币主义还是凯恩斯主义这个问题提出了疑

问。从原则上说，他们的模型甚至会得出财政政策对收入有重大影响，而货币政策几乎没有什么作用这样老式的、坚定的凯恩斯主义结论。但是，布鲁纳和梅尔查认为这正是事情的真相：一种理论提出多种不同的可能性，然后由实践去检验，以决定这些可能性中哪些能符合现实世界。布鲁纳和梅尔查进行了大量的实证性测试，并从中得出结论：推动名义收入的主要力量不是财政政策，而是名义货币存量的变动。由于他们已经证明，如果愿意的话，联邦储备系统能够控制名义货币存量，所以他们认为联邦储备系统应当对通货膨胀和实际收入的变动承担主要的责任。

17

货币主义——凯恩斯主义争论的透视

有时，要清楚地了解货币主义者和那些运用收入—支出法的学者之间的区别是困难的。因为他们好像是用不同的语言来表达自己的观点。为了比较他们的观点，有必要把一种语言翻译成另一种语言，但在这种转译过程中，总是存在漏掉某些东西的危险。

在收入—支出法中，国民收入帐户支出方的各个构成要素都是用其他变量来“解释”的。这样，消费支出可用可支配收入、财富、或者可能还有其他因素来解释。投资被认为是随着生产能力的利用程度和利率的变动而有所不同。价格变动反映工资和生产能力利用程度的变动，但也要受粮食价格、税收和其他因素“外生”变动的影响。所有这些因素间的联接关系及其在复杂系统中的相互作用已在第 12 章至 15 章作了描述。在这一系统中，价格、产出和失业同时受到货币政策和财政政策的有力影响，但它们也受到其他一些因素的影响。而且，这个系统的结构自身也在发生未被注意的变动。失业和工

资变动之间的联系可能会受到工会力量变化、进口竞争、管制变动以及对政府未来政策的预期等因素的影响。投资支出会受到对新行业迅速增加的“投机”、战争威胁、以及对政府政策的信任或不信任等因素的影响。

收入—支出法是由许多部分组成的。运用这一方法的经济学家对这个系统中许多变量的相对重要性持有不同意见。例如，有些人认为，财富的变动对消费支出有强大的影响。另一些人对财富效应则持怀疑态度。统计研究不会得出解决这种争论的足够精确的结论。结果，人们对有关的各种政策影响的判断存在着相当大的差别。使凯恩斯主义者联系起来的，不是他们得出的结论，而是他们分析经济的基本方法。

货币主义者也有十分相同的情况。他们也有自己的差异，但他们都认为，货币增长率的变动在解释价格和产出变动时是至关重要的。他们强调货币作为一方与支出、价格、产出等另一方之间存在着直接的联系，从而回避了凯恩斯学派模型中出现的复杂的链式因果关系。一些直接的联动装置把价格产出和资本市场特别是货币市场的实际和预期变动联系在一起。他们十分重视资产存货在决定支出流量时的作用，例如，他们很强调财富存量和消费支出流量之间的联系。此外，如同第 16 章论述的那样，他们认为价格和工资是相对易变的，也就是说比凯恩斯主义者通常假定的更为易变，而且他们还认为私营经济是相对稳定的。

最后，第 16 章已经提到，货币主义者试图比凯恩斯主义者考察更长的时间跨度。例如，他们常常关心货币供给增长率持续几年不断提高所造成的影响。凯恩斯主义者通常更关心

短期的变动。有些误解正是由此而产生,因为政策变动的短期效应可能和其长期效应有着很大的差别。

就一般性理论而言,凯恩斯主义者和货币主义者在有关价格、支出和产出等的影响因素的性质方面,经常是看法一致的。在概括性结论中,他们通常也很相似。遗憾的是,明显一致的方面往往只不过是像麻省理工学院的罗伯特·索洛总结经济学学生学习上的进步那样:在本科课程中,他懂得了一切事物都取决于其他事物;当他成为研究生后,又懂得了一切事物都是从两个方面取决于其他事物。

为了实用性目的,有必要把问题加以一定程度的简化。被认为影响不大的相互作用必须加以从略。其结果是,凯恩斯主义者经常忽略了货币主义者认为是重要的问题,反之亦然。在作出不同的简化时,他们往往总是用不同的语言来叙述问题。

然而,在许多方面,货币主义者对货币与支出、价格与产出之间的质的关系的描述似乎和凯恩斯主义并没有太大的差别。米尔顿·弗里德曼对货币需求的分析并不是和凯恩斯学派的分析根本不同的。佩廷金模型的实际余额效应肯定也可以用凯恩斯学派的观点来解释。布鲁纳—梅尔查模型在许多方面也是同凯恩斯主义的模型一致的,尽管它亦有自己的特征。迄今为止,我们可以认为凯恩斯主义者和货币主义者是使用相同的分析模型,只是在具体数值,例如货币需求的利息弹性或价格的可变性上有所不同。在60年代中期以前的一段时期,他们争论的核心集中在IS曲线和LM曲线的相对斜率上,现在我们将转而讨论这个问题。

IS—LM 模型中的利息弹性

在任何争论中，根据自己的方式来定义问题是会有帮助的。在凯恩斯主义—— 货币主义争论的早期，凯恩斯主义者把货币主义视作凯恩斯主义模型的一种特殊情况。他们认为，如果货币需求对利率缺乏弹性，或者，如果投资需求对利率很有弹性，则名义收入的货币数量论就是正确的。随后，他们就寻找实证性证据来证明这两个假设都是错误的。货币主义者历来不热心这一问题的表述形式，但他们确实对其中的一些有关问题进行争论。关于统计数据的长期争论和经验积累已导致了这两种不同学派的日益接近。然而这种趋同的结果并不是产生了一致的意见，而是把争论转向新的领域。

货　币　需　求

许多早期的凯恩斯主义者认为（特别是在第二次世界大战以后低利率盛行时），货币需求的利息弹性几乎是无限的。所以，即使利率变动很小，货币流通速度也要随国民生产总值的任何变动而调整。当然，这种观点反映了 30 年代后期、第二次世界大战期间以及战后初期的经历。

然而，长期的统计研究和货币管制的经历表明，货币需求的利息弹性并不像有些凯恩斯主义者所想象的那么高。另一

方面，那些估计也并没有低到足以证实货币数量论的地步。这一理论认为货币流通速度是简单固定的，而且“只有货币起作用”。货币需求的适度利息弹性为财政和其他因素对 IS 曲线的影响以及货币通过 LM 曲线移动对 IS 曲线产生影响留下了余地。米尔顿·弗里德曼的永久性收入假定提供了不同的解释。他指出，货币需求取决于收入趋势这个模型可以用来解释货币流通速度的许多周期性波动。后来的研究表明，即使考虑到永久性收入效应，货币需求对利息率通常仍然是敏感的。虽然弗里德曼的观点已被广泛采纳，现在的很多表述方法却是用过去和当期的平均收入作为解释货币需求的一部分原因。

货币主义者，包括弗里德曼，以及凯恩斯主义者都同意货币需求会对利率作出反应。另一方面，他们也同意货币需求的短期利息弹性是相当低的，所以货币增长率的变动对总需求具有相当大的影响。在这一方面还有不同的意见，但这已不再是货币主义者和凯恩斯主义者基本分歧的重点。

支出的利息弹性

对支出的利息弹性的观点同样出现了一定的趋同。早期凯恩斯主义者主张通过货币对利率的影响以及利率对投资的影响，把货币同支出联系起来。虽然这种联系在凯恩斯的说明中有着重要的作用，但是他的追随者却认为，投资需求对利率极缺乏弹性。这种论点为“货币不起作用”的主张提供了另一个根据。

而且，长期的一系列统计研究资料和积累的经验表明，利

率变动对企业厂商的投资具有重大影响。然而，测定预期实际利率的困难使我们难以精确地度量利率对投资的这种影响。

利率波动对居民住宅建筑的影响已被确认。此外，通过利率对财富的影响，利率效应会扩展到消费支出。实际上，在主要的凯恩斯主义经济计量模型中，大约一半的货币变动总影响来自财富效应。

像在货币需求中的情况那样，凯恩斯主义者已经改变了“货币不起作用”的主张。同时，利息弹性仍不足以达到为“只有货币起作用”的主张提供全部根据的地步。而且，在数值方面还存在不同的意见，但支出的利息弹性已不再是区别凯恩斯主义者和货币主义者的主要因素。

近期的模型

前面一章指出，凯恩斯主义和货币主义的争论已经从 60 年代的 IS 曲线和 LM 曲线的斜率问题上转移出来。米尔顿·弗里德曼认为，这一斜率问题只是相当短期性的。这是因为，如果货币存量增加，利率不久就会回升到原先的水平上。在关于利率行为的这个问题上，迄今为止的各种意见尚未趋于统一。货币主义者和凯恩斯主义者都可以提出支持他们各自主张的实证性研究；利率可以回归到货币存量的变动上，这通常是支持货币主义的主张，而经济计量模型一般是支持凯恩斯

主义的主张。把一种变量简单地回归到另一种变量的方法和运用经济计量模型的相对有效性,仍然存在着广泛的争论。这种争论侧重经济计量的问题甚于货币理论的问题。

这些争论的另一个重要发展是布鲁纳和梅尔查建立的模型;他们集中考察货币、证券和商品(包括资本)的相对价格变动,这在前一章已经作了讨论。虽然许多凯恩斯主义者对这一模型的实际相关性提出质疑,认为这些相对价格和财富效应在短期中是不重要的,而只是属于政策制定的问题。但是,由于有些凯恩斯主义经济学家已经建立了或多或少跟布鲁纳—梅尔查模型相类似的模型,在这方面还是存在着一些趋同。在经济学家中,这一争论决不是像有些报刊所说的那样固执己见。许多经济学家采取折衷的观点,在一些问题上同意货币主义者的观点,而在另一些问题上则同意凯恩斯主义者的观点。

政策差别

货币主义和凯恩斯主义的争论已经持续很久了,但它并未变得更简单。实际上,随着对货币主义兴趣的增长,货币主义者的人数已不断增加。现在,在他们内部的不同意见和凯恩斯主义内部一样多,甚至还要更多。然而,当货币主义者跟凯恩斯主义者在经济政策上意见分歧时,货币主义者就会联合成一个整体。在这一节,我们将概述凯恩斯主义者和货币主义

者在政策制定艺术观点上的一些基本差别，更详细的讨论将留到本书第5篇。

我们可以从大家都同意的方面入手。在任何时候，对实际国民生产总值都有相当明显的实际限制，面对失业则有一个相应的较低限制，失业不能长期地降到这个限制水平之下。

相反的主张是否成立？失业能不能长期维持在最低的失业率之上？凯恩斯主义者一般都持肯定的见解。因为他们认为，失业率经常高于应有的水平。货币主义者当然承认各种原因（特别是货币增长率的迅速变动）的干扰会使失业水平上升到自然失业率之上。然而他们认为，在没有新的干扰的情况下，价格和工资的调整将使该系统很快地恢复均衡状态。

货币主义者还直接推导出财政政策和货币政策对实际产出只有短期影响。而且，积极的政策可能会弊大于利。他们认为，运用货币政策和财政政策来抵消短期冲击在原则上是有帮助的，然而在实际上，由于预测错误和政治上的缘故而做出的决策将使经济行为恶化，而不是使其改善。

当然，凯恩斯主义者对整个系统的自我调节功能并不是那样自信的。在他们看来，充分就业时的储蓄和投资之间的平衡常常会受到破坏，必须通过改变货币政策和财政政策加以纠正。此外，他们还认为，预测者反复考虑的平均数足以保证政策行为将使经济更稳定，而不会使经济更不稳定。而且，政策制定者可以有效地运用这些预测。所以，关于政策的争论中所包含的东西要比关于经济理论的不同观点更多，它还涉及关于政治过程效率问题的不同见解。这种差别的一个典型例子是，凯恩斯主义者经常强调可供联邦储备系统用来稳定经

济的复杂数学程序,而货币主义者则强调联邦储备系统在过去所犯的错误。

在如何控制通货膨胀这个问题上,仍然存在大量的争论。我们怎样才能使通货膨胀不会加速？我们能否使通货膨胀减速？货币主义者认为,可以通过使货币供给增长率等于现时的通货膨胀率加上潜在产出的增长、再减去货币流通速度趋势,来防止通货膨胀加速。如果石油价格上升,或者由于庄稼收成不好而使粮食价格上涨,那就会发生暂时的通货膨胀加速现象,失业也会暂时增加,但是,我们将很快地回到正常的轨道上来。那些认为财政政策有一定作用的人也希望避免任何强烈的财政刺激。货币主义者使通货膨胀减速的流行处方是让货币增长速度逐渐地减慢下来。这样,又将发生额外的失业,但这是暂时的现象。

相反,凯恩斯主义者发现自己已陷入了困境。他们认为,要使通货膨胀率下降,就会造成长期的大量失业。而且,来自石油、粮食和提高税率等因素引起的价格压力,必须通过更多的失业来抵消。因此,许多凯恩斯主义者认为,我们必须生活在持续通货膨胀之中。或者我们必须在制定工资和价格的过程中运用指导或其他干预手段。我们将在第 18 章再来讨论这些问题。

18

通货膨胀和失业

考察了决定总需求和名义收入的因素之后，我们现在要问，名义收入的变动如何划分为价格和产出的变动。这就是说，如果名义收入增加 5%能代表实际收入的增加，那是一件好事，但如果仅仅是价格的上涨，那就并不是一件好事。总需求的增加在多大程度上造成产出的增加而不是价格的上涨，将取决于总供给曲线。在考察总供给曲线之前，我们有必要先论述一下通货膨胀和失业。

通货膨胀：定义和类型

通货膨胀是指价格水平的明显和持续上涨。除非价格明显的上升，比如说每年超过 1%，否则是不能称之为通货膨胀

的,这正像我们不能把一个超过正常体重三盎司的人视作超重一样。此外,我们的价格指数也不太精确,因为这些价格指数没有充分考虑到质量的提高和从新产品中获得效益这些因素。如果消费价格指数(CPI)每年上升比如说5%,我们很难断定是不是已经发生了通货膨胀。虽然大多数人把价格的任何明显上涨都叫做"通货膨胀",可是在经济理论中,这个词只用于表示价格水平的持续上涨。那么,价格要上涨多长时间才能称为通货膨胀,这个问题却带有一定的随意性;有些经济学家说至少要3年,而其他一些经济学家可能把这一界线限为1年。区分价格持续上涨和暂时上升的原因是由于经济理论对它们有不同的解释。许多会使价格暂时上升的因素不能说明价格持续上涨。

通货膨胀可以按其程度进行分类。一种极端的情况是爬行通货膨胀(Creeping inflation)顾名思义,这是一种温和的通货膨胀,每年可能是1—3%,但要规定一个准确的界线仍带有一定的随意性。这样温和的通货膨胀似乎是无关紧要的,但实际上并非如此。当通货膨胀率为3%时,1个美元在24年之后就会丧失一半的价值。当通货膨胀率为4%时,即使过了3年,1美元的购买力也会降到85美分。

另一种极端的情况是恶性通货膨胀(hyperinflation)。顾名思义,这是一种极其剧烈的通货膨胀,但也没有一个明确的分界线。不过,对恶性通货膨胀的一个研究报告,把每月超过50%的通货膨胀,当作恶性通货膨胀。我们很难想象某些恶性通货膨胀的严重性。例如,德国的批发物价指数在1922年7月为100,到了1923年12月,就变成1261万亿。在这种情况下,人们上街买东西时必须用衣箱来装钱。在德国恶性通货膨胀最厉害时,工人一天领两次工资,因为到下午收工时,他们

在上午的收入就已经大大地贬值了。虽然在恶性通货膨胀期间，货币还是作为交换中介，但它已不能再作为价值尺度了。实际上，人们必须借用一种稳定的外币来计价，这种外币每天可以值越来越多的已膨胀的国内通货。

有代表性的通货膨胀既不是爬行通货膨胀，也不是恶性通货膨胀。表 18·1 列示了一些国家的通货膨胀率。对于大多数工业化国家来说，近几年的通货膨胀率都非常高，以致不能称为爬行的通货膨胀，但最高也只是较低的两位数。另一方面，许多不发达国家却经历了更大幅度的通货膨胀。

表 18.1　某些国家的通货膨胀率[a]

	英国	加拿大	法国	德国	意大利	日本	美国
1961—1965	3.5	1.6	4.0	2.8	4.9	6.1	1.3
1966—1970	4.6	3.8	4.3	2.4	3.0	5.4	4.2
1971—1975	13.2	7.3	8.9	6.1	11.5	11.7	6.8
1976—1980	14.4	8.8	10.5	4.0	16.4	6.6	8.9
1981—1984	7.5	8.4	10.6	4.3	15.1	2.9	6.0

a：平均的年通货膨胀率，它是根据消费物价指数的年度变动来度量的。

〔资料来源〕根据 1986 年《总统经济报告》，第 319、376 页。

美国的通货膨胀

1955 年之前，我们可以说美国在和平时期是没有通货膨胀的。当时的所有通货膨胀都是与战争相联系：或者发生在战争时期，或者发生在战争刚结束时期。美国唯一的一次恶性通货膨胀发生在独立战争时期。当时的通货单位叫做“大陆币”

(Contenental)[1]。由于它贬值幅度非常之大,以致出现了“不值一个大陆币”的惯用俚语。在南北战争时期,批发物价指数上涨了一倍多。在第一次世界大战时期,美国也发生过重大的通货膨胀。但是,这些通货膨胀之后都伴随着一个价格下跌时期。1890年的批发价格甚至低于1860年的水平,而且如图18·1所示,1929年的批发价格仍然大致维持40年前的水平。

① “Contenental”是美国独立战争(1775—1783年)时期流通的一种纸币——译者注。

但是，第二次世界大战之后的情况就不同了。战争结束后，价格并没有下降。在 1965—1979 年又发生了一次重大的通货膨胀。国民生产总值内含物价折算指数这种最全面的价格指数以每年平均 5.9%的速度上升。而且，它在所有年份都是上升的，而不仅仅限于越南战争期间。这当然是不能接受的，货币政策因而紧缩了。到 1985 年，以国民生产总值内含物价折算指数度量的通货膨胀率下降到 4.1%，其代价却是大量的失业。

失　　业

乍看起来，似乎失业是一种很容易下定义的明显现象。但进一步看，情况并不是如此。例如，那些被暂时解雇，但在一个月之内将被招回工作的工人能否算为失业？一些人嫌工资太低而拒绝工作，这算不算是失业？（又如，什么样的工资算太低？）那些被雇从事半日工作但愿意全日工作的人，或者那些认为找不到工作而不再去寻找工作的人，能不能算为失业？我们的家庭调查资料，把那些暂时被解雇、拒绝或放弃一种工作而去寻找另一种工作的人都算为失业。但这些资料不包括那些已经停止或不再寻找工作的人。

失业率为零并不是一种有意义的目标。即使对劳动力的需求大大超过劳动力的供给时，也会存在一些失业，即摩擦性

失业。有些工人可能放弃现有的工作而去寻找新的工作，而另一些人刚刚进入劳动力阶层但还没有找到工作（1944年，第二次世界大战高潮时期，官方计算的失业率仍为1.9%）。

对一个有效率的经济来说，一定水平的失业是必要的。我们可以用房屋租借市场来大致说明这一点。如果公寓的空闲率等于零，那么，新来的人和那些想要搬到另一个公寓去的人就会遇到困难。让一些公寓闲着，从表面上看是"浪费"，实际上并非如此。同样，企业厂商也要把一部分完工产品作为存货，以便应付顾客的需要。这些"闲置"的存货似乎是浪费的；但是，如果没有它们，整个经济就不能有效地运转。微观经济效率需要有一些失业，以便提供灵活性和劳动纪律。但这并不意味着失业不是一个严重的问题。首先，失业可能大大超过效率所需要的水平。其次，一定的失业可以提高经济的生产力这一事实并不会减轻那些失业的人们所遭受的痛苦。他们为什么要承受这种代价呢？

微观经济效率并不是失业率的唯一评判标准。另一个标准是防止发生加速的通货膨胀，这跟菲利浦斯曲线有关。现在我们就来讨论这一问题。让我们先从预期价格不变的情况开始。

预期价格不变的菲利浦斯曲线

工资以多快的速度增加，要取决于失业率。企业厂商为了增加雇佣工人，既可按普遍的工资水平招收雇员，也可以通过提供更高的工资而得到更多的雇员。当失业率很高时，花一点点努力就可以得到新增的工人。但是，当失业工人较少时，企业厂商提供较高的工资就会更加有效。因此，当失业率相当低时，雇工提高工资的速度就要快于生产力增长的速度。

此外，在参加工会的行业里，当失业率下降时，工资就要增加，因为工会进行讨价还价的能力增强了。当周围没有什么失业工人时，工会不太担忧工资过度提高会为未参加工会的企业厂商创造扩展的机会，从而也不会承受损失工作的代价。另外，在可供选择的工作机会很多时，失业并不是很可怕的威胁。再者，在高度就业以及对产品的需求也很高时，雇主更不愿意造成罢工，而宁愿接受工会的条件。

这样，我们可以发现一种如图 18·2所示的关系，可称之为短期菲利浦斯曲线。它是以已故教授 A·W·菲利浦斯命名的。它表明，失业率越低，则工资增加越快。在好几个国家都存在这种菲利浦斯曲线，虽然它可能不太稳定。这条菲利浦斯曲线的方程式如下（预期价格是稳定的）：

$$dw = a - bu + cq$$

这里,dw 代表工资增长率,u 是失业主率,q 是生产力增长率,c 是用来度量劳动生产力的提高在多大程度上转化为工资上升的参数。既然大多数企业厂商都主要是按较长时期的劳动力成本的加成来确定价格,所以,对于价格来说,也有一个菲利浦斯方程：

$$dp = g - bu - hq$$

这里,h 用来度量生产力提高被转移为价格下降的比例。

预期—增长的菲利浦斯曲线

在更为现实的情况下,人们预期价格将上升。这时的菲利浦斯曲线需要增加一个项目。如果人们预期价格以 20%的速度上涨,那么这时的工资增长肯定要快于预期价格上涨率为 2%时的情况。因此,我们可以把菲利浦斯曲线写成：

$$dw = a - bu + cq + fdp^e$$

这里,f 是一个系数,它是用来度量在制定工资时对预期的价格上涨 (dp^e) 的考虑程度。由于工人和雇主关心的都是实际工资而不是货币工资,所以 f 应等于 1。

这种对预期通货膨胀进行的调整有着重要的意义。当菲利浦斯曲线刚提出时，它似乎为政策选择提供了一个方便的清单。政府可以观察菲利浦斯曲线中失业和通货膨胀的各种可行性组合，并作出它所偏好的选择。比如说，5%的失业率和4%的通货膨胀率。然后，它就可以利用货币政策和财政政策使总需求刚好达到这种组合所要求的水平。

但是，预期—增长的菲利浦斯曲线却不能这样应用。从通货膨胀率为零开始，假设现在政府将总需求增加到足以达到5%失业率和4%通货膨胀率的程度。当价格上涨4%时，人们预期明年的价格还会上涨，比如说将上涨2%。所以，由于fdp^e这一项现在等于2%，因而失业率为5%时，价格不是上涨计划的4%，而是上涨6%。由于价格上涨6%，因此社会公众把对下一年的通货膨胀的估计提高了4%。下一年价格将上涨8%，所以人们要再次提高他们对通货膨胀的预期。他们的预期可能会滞后于通货膨胀好几年，但是，合理预期理论提醒我们，人们不会愚蠢到每年都低估通货膨胀的地步。预期越接近现实，为维持5%失业率需要的通货膨胀率将越高。从而将发生不断加速的通货膨胀，直至政府最终放弃它的5%失业率的目标。如果政府选择的失业率目标等于或大于为维持加速的通货膨胀所要求的失业率，那么就不会产生这个问题。

这个过程可以表示为：政府维持5%失业率目标的时间越长，菲利浦斯曲线就变得越陡。最后，菲利浦斯曲线将变成一条垂直线，而且这不需要很长的时间。合理预期理论告诉我们，人们会正确地预期通货膨胀率，而不是每年都部分地调整对通货膨胀的预期。

通货膨胀预期具有延伸性这一事实并不完全是坏事。如果政府可以使社会公众相信它将执行反通货膨胀政策，那么，它就可以把通货膨胀率降下来，而且失业率将低于人们未调整他们对通货膨胀预期时的水平。但是，政府通常无法使人们相信它的政策。在整个通货膨胀过程中，政府一直许诺要采取一些措施，所以，它怎能使人们相信现在真的要采取措施呢？

通过一个可信赖的政策来终止通货膨胀的典型例子是1924年德国的恶性通货膨胀的结束。德国政府过去从未声称要遏制通货膨胀，但当它实行一种可信的反通货膨胀政策时，社会公众信任它，因此恶性通货膨胀很快就终止了。这里的有利因素是，通货膨胀已经变得异常的严重，这使政府反通货膨胀的告示变得更为有理，因为通货膨胀已经造成了极大的损害。此外，在恶性通货膨胀时期，合同和实际工资协议实际上都已指数化，不存在规定在每年一月份增加货币工资的任何三年劳工协议。当经济中的通货膨胀率降低时，这样的合同可能会推迟对较低通货膨胀率的调整。除非重新进行谈判，否则货币工资的预定上升将引起实际工资增长速度快于计划的增长速度，从而造成失业。尽管肺炎可以治好，但是，感冒却治不好！

图18·3列示了未对价格预期进行调整的简单菲利浦斯曲线。(A)包括1948年至1965年，当时的通货膨胀率以及预期通货膨胀率都很低，这条菲利浦斯曲线与实际情况很相符。但是在(B)中，当加入1966年至1985年的观察值后，这条简单的菲利浦斯曲线就与现实不符了。这种不符不能都归咎于

它未考虑对通货膨胀的预期,其中一些原因（虽然只是次要的）是由于“自然失业率”的上升,现在我们来讨论这个问题。

非加速通货膨胀的失业率

如果失业率下降到低于一定水平时，就会发生加速的通货膨胀。刚好高到足以避免加速通货膨胀的失业率称为非加速通货膨胀的失业率（NAIRU）或称为“自然失业率”。所谓的“自然失业率”一词并不意味着这个特定的失业率是自然产生的。多种政策，如取消最低工资法案、对那些领取失业救济金的人实行更为严格的寻找工作要求、减少种族歧视、失业者重新训练的计划等等，都有可能降低非加速通货膨胀的失业率。

本世纪70年代，非加速通货膨胀的失业率明显地上升。因为战后的“出生高潮”使现在寻找职业的青少年的人数大大增加，而且由于社会态度的改变，更多妇女在寻找领薪职业。这些新的劳动力往往缺少雇主所需要的技术，因此失业率很高。此外，由于那些进入劳动力阶层的人通常都要先处于失业状态，所以劳动力迅速增长这一事实也提高了失业率。

80年代中期，经济学家们估测的非加速通货膨胀失业率介于5%到7%之间。图18·4表示了实际失业率以及对非加速通货膨胀失业率估测值的上下限。对非加速通货膨胀失业率缺乏可信和精确的认识，将对政策产生重大的影响。如果我们确定了宏观政策，意在达到以非加速通货膨胀失业率表示的“充分就业”，但实际的结果却很可能是失业过多或者造成

加速的通货膨胀。70年代通货膨胀的一个主要原因,很可能就是政府低估了非加速通货膨胀的失业率。

价格
S'
S
D'
D
产出

在长期中,实际失业率倾向于非加速通货膨胀的失业率。但前者不能低于后者,因为这将导致加速的通货膨胀,从而政府将采取紧缩的货币政策,以致失业将再次增加。相反,当失业率高于非加速通货膨胀的失业率时,寻找工作的失业工人会使工资和价格下降,而工资和价格的降低将使失业减少(下文将作简短解释)。

如图18·4所示,高失业率即明显超过非加速通货膨胀失业率的失业率,不是一种新的现象。如果要再往前追溯的

话，即使在大萧条之前，在严重经济衰退的年份中失业都会迅速增加。经济史学家对1929年以前的失业率在平均水平上是否低于第二次世界大战以后的水平，仍然看法不一。显而易见，大萧条是一个极端的、非典型的例子。我们将在后面讨论大量失业的原因；现在先来讨论通货膨胀的原因。

通货膨胀的原因

总供给和总需求曲线是解释通货膨胀的很有用的工具。我们现在所用的总需求曲线与第12章论述的所谓"45线图形"中的总需求曲线有着很大的差别。在那个图形中，我们用X轴表示收入，用Y轴表示总需求，由于需求随收入而增加；因而总需求曲线向上倾斜。相反，在我们现在运用的图形中，Y轴表示价格水平而不是需求，X轴表示实际收入。

总需求曲线

图18·5表示总需求曲线，它是向下倾斜的。因为当价格水平提高时，货币存量的实际价值将下降。社会公众现在发现他们持有的实际货币数量不足了。此外，由于货币和政府债券的实际价值下降，社会公众的财富也减少了。为此，人们就要减少购买商品和劳务的数量，从而导致产出下降。由于价格水平和产出是负相关的，所以总需求曲线将向下倾斜。

既然总需求曲线把产出即实际支出和价格水平联系起来，则除了价格水平的变动之外，任何改变实际支出的因素，如实际货币供给变动、投资边际效率变动和税收变动等因素，都会使总需求曲线发生位移。

总供给曲线

图 18 · 5 也列示了总供给曲线，它表明不同价格水平可以得到的产出。由于两个原因，它把较高的产出和较高的价格水平联系起来 :第一，有些价格，主要是原材料价格，是在拍卖

市场上确定的，它们在那里随着供求关系而自由浮动。较高的产出意味着对原材料的更大需求，从而价格将升高。随后，企业厂商把这些价格的上涨转移给它们的顾客。第二，在制造业和服务业部门中，价格主要是根据劳动力成本的加成而标价。当企业厂商增加产出，失业就会减少。菲利浦斯曲线告诉我们，这时的劳动力成本将上升。企业厂商将以提高价格而对这些劳动力成本的上升作出反应。由于这两个原因，短期的总供给曲线不是水平的，而是向上倾斜的。

然而，长期的总供给曲线是垂直的，因为菲利浦斯曲线从长期看是垂直的。短期的总供给曲线需要多长时间才能转化为长期的总供给曲线？这取决于人们以多快的速度根据通货膨胀率的变动来调整他们的预期。

价格上涨和通货膨胀：供给方的冲击

供给曲线向上移动，如图 18·5 中从 S 移到 S′，会使价格上涨。许多因素都会造成供给曲线的向上移动。一是外国卡特尔提高进口价格，如欧佩克在其最强盛时候就这样做过。在 1973—1974 年，它使石油价格提高了 4 倍。如果美元在外国市场上贬值，则进口价格也会上涨。可能产生供给冲击的其他例子包括：由于工会力量的增强而引起的劳动力成本的上升、由竞争的减弱引起的价格加成提高和普遍的粮食欠收等

等。

没有人否认这些供给冲击会使价格暂时地上涨，那么，它们会不会引起通货膨胀即价格水平的持续上涨呢？从原则上说，它们是会的；但是，由于两个原因使之又不大可能：第一，供给冲击是经常性的事件，它们较快地发生，但不会在下一年度再重复。当价格上涨后，它会在较高的水平停留较长的一段时期，而不会继续上涨。第二，总需求曲线告诉我们，随着价格上涨，实际收入将减少。由此引起的失业就对工资和价格产生下降的压力。

如果要把通货膨胀归咎于供给冲击，那就必须采用较为微妙的方法。一种可能是，为了防止实际货币余额减少和失业增加，联邦储备系统通过增加货币供给来调节供给冲击。但是，如果这样的话，人们就很可能把通货膨胀归咎于联邦储备系统，而不是归咎于供给冲击。

另一种可能性是雇员强烈抵制实际工资的减少。因此，如果石油价格上涨，那么工人就会要求更高的工资以抵消已上涨的价格。企业厂商又把这些较高的劳动力成本通过提高价格转嫁出去，这将引起进一步增加工资的要求。这种“价格——工资——价格”螺旋式上升的现象不可能被完全消除。如果欧佩克没有在1973—1974年和1979—1980年提高石油价格，那么，货币工资的上升幅度一定会小于随后几年的实际上升幅度。同样，就一般的通货膨胀而言，用价格——工资——价格螺旋式上升来解释通货膨胀也不是完全令人信服的，因为参加工会的工人人数还不到全部劳动力的四分之一。此外，由于工资和价格上升引起的失业增加将抑制工资的增加，因

此，即使不否认供给冲击在理论上会引起一定的通货膨胀，我们也要怀疑供给冲击是美国通货膨胀的一个重要原因，除非供给冲击伴随着扩张的货币政策。在欧洲，由于工会力量更强大，更为强烈地抵制实际工资的下降，所以供给冲击可能发挥较大的作用。

相对价格和价格水平

假设欧佩克把石油价格提高一倍。很明显，现在的石油相对价格上升了。但是，价格水平将会怎样呢？假设联邦储备系统没有增加货币供给以调节供给冲击，那么，当石油价格和石油产品的价格上升时，价格水平也开始提高。从而，实际货币余额减少，总需求也要缩小。起初，总需求的这种缩小大部分会引起产出和就业的下降。但是，失业的增加最终会使货币工资增长率降低到足以使价格水平不再高于石油价格未上升时应有的水平。这种情况的可能性极小，因为联邦储备系统对于失业的增加，很可能会至少在一定程度上提高货币增长率。但这又的确证明了相对价格上升和价格水平提高之间的区别。

价格上涨和通货膨胀：需求方

如果图 18·5 中的总需求线从 D 上移到 D′，那么价格将上涨。下列任何因素的增加都会引起总需求曲线的向上移动：

平均消费倾向、边际投资效率、政府支出、出口和货币供给。如果税收、进口或货币需求减少，总需求曲线也会向上移动。

要造成通货膨胀而不是价格水平暂时上升，这些因素必须在一段时间内连续变动。例如，假设政府支出增加并停留在较高的水平上，则总需求会扩大、价格也会上涨。但是价格一旦上涨后就不会再继续上涨。为了根据凯恩斯主义的理论框架来弄清这个问题，我们不妨想象一个充分就业经济的 IS—LM 图形，并以 X 轴表示价格水平。当政府支出增加时，IS 曲线上移、价格将上升，但价格会停留在这个较高的水平上。或者，我们采用货币主义的观点来表述。当政府支出增加时，利率将上升，这会使货币流通速度加快，从而造成总需求增大和价格上涨。但是，由于利率只是暂时地上升，所以价格也只是上涨一次，而不会继续上涨。当然，价格的这种上涨会持续一段时间。但即使这样，持续的通货膨胀也只是在政府支出是长时间和高速增长时才会发生。这是有可能的，但可能性不大。政府支出的增加也有可能引起长时间的价格—— 工资—— 价格螺旋式持续上升；但这种可能性同样不大。

同样，大规模的通货膨胀不可能是由于消费倾向、货币需求、进口或比口等变动引起的。但投资边际效率的变动是一个有较多争议的问题。许多凯恩斯主义者认为，投资边际效率非常不稳定，而且时常发生的持续和重大投资浪潮会引起通货膨胀。然而，通货膨胀的最可能原因在于货币供给。首先，货币供给的增加对收入有重大影响；从长期来看，货币供给增加10%会使价格水平提高 10%。其次，货币增长率会大幅度变动，有时这种波动持续相当长的时间，因而，货币供给的变动

似乎足以作为通货膨胀的根源。再次，实证性证据表明，货币变动和价格变动之间存在一种密切的相关性。所以，难怪米尔顿·弗里德曼要说，“无论怎样，通货膨胀总是或必然是一种货币现象。”但并不是所有的经济学家都这么认为的，这只是意味着大家都同意，重大的通货膨胀需有货币供给增加的因素。

货币是不是通货膨胀的原因？

虽然人们同意，没有货币供给的大幅度增加，就不可能发生重大的通货膨胀。但是，有些人不愿意说货币是通货膨胀的原因。他们认为，把通货膨胀归咎于货币供给增加只是表面性的认识。例如，假设石油价格提高了一倍，联邦储备系统为了避免价格上涨将引起的失业而增加货币供给。难道我们不应当把由此引起的通货膨胀归咎于欧佩克，而不是归咎于货币增长率的加快吗？同样，假设那些更为关注失业而不是通货膨胀的人士获得了更大的政治权力，因此，联邦储备系统变得更为扩张性，从而导致了通货膨胀。但是，如果社会公众，以至政治家们能更为强烈地反对通货膨胀，就很难想象在70年代会出现那么严重的通货膨胀。因此，认为通货膨胀是由于货币增长率提高而引起的见解，不就是很肤浅的吗？

事情并不完全这样。因为，除了“初始原因”以外，所有的原因都是由其他原因引起的。例如，当某人解释他为什么被淋湿时，他一般总是说由于下雨，而不是说由于高气压层南下，或者地球的引力使云层产生雨水。如果由于货币增长率太高而发生了通货膨胀，那么，我们为什么不说货币增长率过高是

通货膨胀的原因呢？这样说将能够指出所有或大多数通货膨胀的根本原因。相比之下，在不同的时间，又有不同的因素可以解释为什么货币增长率会那样快。指出不同情况下的相同原因的理论（如果它是正确的话），比起那些用不同因素来解释个别情况的理论显得更为可取。此外，货币的增长率也是一个值得重视的有用的变量，因为联邦储备系统可以对它加以控制。

遏制通货膨胀的政策

遏制通货膨胀的一种办法是减少总需求。困难在于减少总需求的最初影响是使产出和就业的下降幅度超过价格的上涨幅度，除非这种反通货膨胀政策是非常可信的，或者工资是易变的。1979年10月，联邦储备系统转而实行更为紧缩的政策，加上供给冲击这个不利因素的结束，使通货膨胀率（以国民生产总值内含物价折算指数度量）从1981年的9.7%降到1983年的3.8%。但是失业率却从1979年的5.8%上升到1982年和1983年的9.5%，在产出损失和人类痛苦方面付出了巨大的代价。

另一种政策，即收入政策，试图避免这种代价。我们可以回忆一下菲利浦斯曲线方程：$dw = a - bu + cq$。收入政策的侧重点不是在于失业而是在于价格的预期。许多通货膨胀都是

被动的，因为有关的集团—— 雇员要求增加工资，企业厂商要提高价格（预期对方也这样做，因此都不愿意落后）。这就像在观看游行时，每个人都想站起来看得更清楚些。显而易见，限制工资和价格的过分上升能够用相当少的代价来遏制通货膨胀。

收入政策的一种形式是对工资和价格的完全管制。最近的例子是理查德·尼克松总统在1971年实行的。在朝鲜战争以及两次世界大战中也都曾经实行过。工资和价格管制是收入政策的最严厉形式。收入政策的另一个极端是“施加压力”，即总统力劝工资和价格制定者必须“负责任地”采取行动，并维护社会公众的利益。介于这两个极端之间的政策包括：取消对过分提高价格的企业厂商的政府订货合同，对那些遵守工资和价格限制线的企业厂商提供税收减免。有时，收入政策被称为“社会合同”，通过这个合同，工会承诺以较低的工资增长来换取企业厂商的价格限制或充分就业政策，等等。这样的社会合同在许多欧洲国家更为适用，因为它们的工会化程度高于美国。

但是，收入政策有着三个缺陷。第一，温和的收入政策如“施加压力”，可能收效甚微。人们对约翰·F·肯尼迪和林登·B·约翰逊总统实行这种政策是否发挥了作用仍有很多争论。第二，一种更为强硬的收入政策，如工资和价格管制，会妨碍资源的合理配置。我们是利用相对价格来指导生产的。资源之所以会流到需要的部门中去，主要是由于这些部门的价格上升了。由于禁止价格上涨，价格管制也就取消了资源转移的推动力。

第三，假设通货膨胀的原因是由于货币增加过快。如果货币继续高速增长，则实际货币余额就变得越来越过度，这会促使那些未实行价格管制行业的价格上涨。最后，更糟糕的是，当取消工资和价格管制后，这部分巨大的货币余额会造成价格爆炸。正确的方案应当是，工资和价格管制要伴随足够紧缩的货币政策，以消除通货膨胀的催化剂。但是，这种方案可能不会实行。一旦取消了工资和价格管制，为了使失业减少，一般都要继之采用扩张性的宏观政策。①

指数化：好事还是坏事

许多工会的合同中都包括一个所谓的“生活费用调整”（COLA）条款，它要求根据生活费用变动至少是部分地自动调整工资水平。一些经济学家曾提倡把所有工资都指数化。这将有两个主要优点。其一，它将更易于遏制通货膨胀。在这种情况下，反通货膨胀政策只会造成很少的失业，因为当通货膨

① 一个技术性细节似乎使收入政策难以同紧缩性货币政策相结合。如果工资被保持在低水平，则利率也必须保持在低水平才是适当的。但利率又如何能保持在低水平呢？一种可能是通过信贷分配制来限制对可贷放资金的需求。但是，正如第22章将讨论的那样，信贷分配是很麻烦的，而且有许多缺陷。另一种有吸引力的方案是通过提高货币增长率来暂时地降低利率。70年代用过这种办法，结果使收入政策最终提高了通货膨胀率。

胀率低于签订劳动合同时的预期水平时，不会引起实际工资的提高，从而不会造成就业的减少。其二，指数化可以消除由于通货膨胀率预测的失误而引起的无保证的损益。

但是，指数化也存在着问题。假设由于劳动生产力增长的下降或其他的供给冲击而使产出减少，这就要求减少某些人的实际收入。但是，由于指数化保护了大多数雇员的实际工资，所以那些收入未被指数化的人就要承受全部损失。此外，当发生通货膨胀时，指数化会使情况更糟，因为指数化使工资能迅速地适应通货膨胀的变化。

失业的原因

失业增加的一个明显解释是总需求的下降。决定总需求的任何变量，如投资的边际效率或消费倾向，都会引起失业。不同于通货膨胀，失业并不需要这些变量的持续变动。例如，如果政府支出减少，并停留在较低的水平上，那么，失业就会增加，并保持一段时间。[①]

供给冲击也可能导致失业。如果劳动生产力下降，那么，在原来的实际工资水平上，企业厂商需要的工人将减少。劳动

① 失业和通货膨胀在这方面是不同的，因为失业指的是一个变量的水平，而通货膨胀指的是一个变量（即价格水平）的变动。

生产力的长期绝对下降是很少见的。但是，如果劳动生产力提高速度低于签订劳动合同时所预期的水平，那么，实际工资将增长太快，因此就业就会减少。进口价格的上升也可能产生类似的影响。当价格上升时，为了保护他们的实际工资，工人将要求更高的货币工资。但是，既然他们的劳动生产力没有相应提高，那么雇主在新的工资水平上雇佣的工人将减少。在美国，这些供给因素可能不会引起太大的失业，这是部分地由于工会力量很弱，或在一定程度上是由于工会更为关注货币工资，而不是实际工资。但在欧洲，工人更强调实际工资，工会力量也更强大。在那里，过度的实际工资要求似乎是大量失业的一个更为合理的原因，虽然对此还存在着争论。

从某种意义上说，几乎所有的失业都可归咎于过度的货币工资需求。我们可以想象，货币工资是完全可变的，失业工人愿意为能够得到的任何工资而工作。假设在这种经济中，货币存量减少 10%。由于总需求下降，因此失业增加，但是，当工资和价格下降 10%之后，这种失业就会消失。然而在另一种意义上也可以说，几乎所有失业都是自愿的，因为大多数失业工人都能在*一定的*工资水平上得到工作。这并不意味着那些声称自己已失业的人是在撒谎—— 而只是意味着这些人讲得不够全面。他们不应当说他们找不到工作，而应当说不能在他们认为是合理的工资水平上找到工作。

多数经济学家，也可能包括大多数人，都把这当作是文字游戏。当某人在相对于他原先的工资、经历和所受过的训练来说是合理的工资水平上找不到工作时，他们就称之为失业。此外，他们还指出，最低工资法案限制了工人接受更低工资的能

力。

新古典理论和实际经济周期

同样，一些所谓的"新古典"经济学家认为，在较低的工资水平上可以找到工作的可能性会使人们从新的角度来看待失业。他们主张既然人们是合理效用的最大化者，所以，他们应当接受可达到互利的全部合同。由于失业可以通过同意降低工资来消除，因此，声称自己已失业的人，正是决定（这种决定可能是正确的）最好把时间花在寻找较高工资的工作，而不是为较低工资工作的那些人。他们所谓的"寻找就业"，只是不支付报酬的自我就业的一种特殊形式。

新古典经济学家如何说明所观察到的产出和就业的波动呢？他们把这些波动解释为主要是由于相对价格和绝对价格的暂时混乱所引起。当需求增加时，企业厂商发现自己的销售增加，但它们并不知道这是由于总需求的增加，还是由于需求从其他的企业厂商转移到自己这方面来，假设实际上是总需求增加，而它们断定是需求的转移，为了利用它们现在可以销售更多产品这个事实，这些企业厂商就增加了产出。但是，既然事实上是总需求的增加，所以其他企业厂商也会提高价格。过了一段时间，各个企业厂商都会发现，情况并不比原先更好；所发生的一切只不过是价格水平提高了。这时，企业厂商又要减少产出和裁减工人。同样地，如果是总需求下降，企业厂商初时会减少产出，直至它们意识到下降的是总需求，而不是对自己产品的相对需求，因此它们的相对价格不会变动。

有些经济学家把经济周期主要归咎于供给条件的变动。

假设劳动生产力下降或进口价格上升，工人没有意识到实际工资必须下降以维持就业，也没有降低他们对实际工资的要求，结果将发生失业。

大多数经济学家都不同意新古典理论。他们指出，工资和价格的可变性要比“新古典经济学家”的想象的小得多。即使企业厂商可以用较低的工资得到足够的劳动力，它们也不愿意降低工资，因为这会使工人们产生不满，并造成他们的职业道德和劳动生产率下降。

小　　结

1.通货膨胀是价格水平的持续和明显上涨。通货膨胀的范围包括爬行通货膨胀到恶性通货膨胀。本世纪50年代以前，美国经济避免了和平时期的通货膨胀，现在的情况已不是这样。

2.一定的失业对提高效率来说是必要的。如果失业率低于非加速通货膨胀的失业率，那就会发生加速的通货膨胀。菲利浦斯曲线最终将变成垂直的，因而它不能再提供在失业率和通货膨胀率之间进行交替的“清单”。

3.标示在价格—实际产出平面上的总需求曲线是向下倾斜的。总供给曲线则向上倾斜。

4.无论总需求曲线或是总供给曲线向上移动，价格都会

上升。但是,除非这些移动持续下去,否则不会引起通货膨胀。通货膨胀的最可能诱因是货币供给。供给冲击更可能导致高价格,而不是通货膨胀。

5.通货膨胀可以通过减少总需求或通过收入政策加以遏制。减少总需求会引起失业。也有一些理由可以对收入政策能否发挥作用提出疑问。

6.总需求的减少将会造成失业,但是,如果工资可以降低,情况就不会那样。供给冲击也能造成失业。

问题与练习

1.查阅最近10年关于失业和通货膨胀的资料(见《总统经济报告》)。利用这些资料能否描绘一条稳定的菲利浦斯曲线?

2.“菲利浦斯曲线使政府可以选择所偏好的失业和通货膨胀的清单”,试进行讨论。

3.美国过去曾经避免了和平时期的通货膨胀,现在已不是这样。你认为这一变化的原因是什么?

4.试解释为什么在价格—实际收入图上标示的总需求曲线向下倾斜,而总供给曲线向上倾斜。

5.讨论供给冲击会不会引起通货膨胀,它们是否有这种可能性?

第 4 篇

货币政策

19

货币政策的目标

货币政策分担着宏观经济总政策的各种目标，即高就业、价格稳定、汇率稳定以及高速度经济增长。尽管货币政策与财政政策有共同的一般目标，但它还有一些特殊的目标，包括利率稳定、依据可承受的要求分摊紧缩性货币政策的负担、以及防止大规模的银行倒闭和金融恐慌。

政策的目标

首先我们将分别讨论这些目标。然后，着重研究它们是否一致，能否同时实现，或是不是要放弃一个目标才能实现另外一个目标等问题。

高 就 业

高就业是一个明显的目标。不管人们是否关注生产的损失或人类的痛苦，事实上，每一个人都喜欢高就业而不期望大规模的失业。但是就业的目标的确产生了一系列问题，其中之一是定义的问题。显然，就业目标并不意味失业率等于零。由于工人有时放弃一个工作而去寻求更好的工作，或者一个新劳力首先总是作为失业者，以及由于工人的地区性分布和职业分布的配合不当等原因，常会造成一部分摩擦性失业。从经济效率的角度来看，保持一定的失业水平是适当的。

此外，即使我们知道恰当的失业水平，我们也无法准确地统计失业人数。每月对家庭的按户调查中得出的失业人数，由于几方面因素的影响，往往不尽准确。一方面，这些调查数据低估了失业的实际水平。因为它仅仅计算那些正在找工作的人，而没有包括那些认为自己几乎毫无就业机会而停止寻找工作的人。其次，对那些希望有全日工作的半日工作工人，在计算时并没有列为部分失业。在另一方面，如某一个工人失去了工作，其配偶也可能要寻找工作，而调查数据就把两人同时列为失业。但事实上，这个家庭仅仅在寻找一份工作。另外，在某些州里，享受福利保障的人也要寻找工作，虽然他们中的大多数可能是无法就业的。再则，有些人是偷偷摸摸地工作，因为他们要逃避税收或从事非法活动，这些人在按户调查中都会申报为失业者。除了这些统计问题外，实际失业的人数还取决于失业救济金的水平和持续时间。如果这些救济金数额很高，并且在较长一段时间内均可获得，那就会促使工人寻求更好的工作，而不接受他所找到的第一个工作。当然这并不一

定就是坏事。例如,一个技术熟练的模具和冲床工人当了看门人。如果他再用几天时间寻找,很可能会找到一份自己所熟悉的工作。这造成了国民收入的明显损失。

但是在另外一种情况下,失业救济金也可能会过份延长失业的期限。

因此,我们既不能知道什么是适当水平的失业,也无法准确地计算实际的失业水平。这意味着我们有时很难确定失业率到底是太高或太低。当然,情况并非总是这样。在 30 年代,当四分之一的非农业劳动力失业时,人们几乎不怀疑失业率已超过期望的水平。但是,如果说失业率为 5%或 6%,那就不太好判断了。不过,如果适当水平的摩擦性失业能够通过更好的人力资源规划,诸如工作培训和提供更多更广的职业空缺信息而降低的话,即使 5%的失业率也是不理想的。

至此,我们已讨论了最适当的失业率的问题。在这最适当失业水平上,由于闲置劳动力而造成的边际社会损失与因找不到工人而无法增加生产所带来的边际损失相平衡。但是,一个更为相关的问题是,失业减少到低于非加速通货膨胀失业率 (NAIRU) 会引起通货膨胀率的增大。因此,许多经济学家都把最适当的失业率定义为非加速通货膨胀的失业率。遗憾的是,他们很难确定这个比率到底是多少,比如说是 5%,或 5.5%,或者是 6%?

价 格 稳 定

另一个目标—— 价格稳定,似乎也是显而易见的目标,但事实上并不是这样。假设有一个经济,其价格在过去 50 年里

按每年 100%的比例上升,那么每一个人都知道通货膨胀率将同样是每年 100%。这样的通货膨胀会带来什么样的危害呢?它没有重新分配收入,因为所有的工资和合同交易以及税法和会计方法都会随之作出调整。例如,生产率以 2%的速度增长,工资将以每年 102%的比率提高,利率就是 103%,而不是 3%。这样一种可完全预测的通货膨胀率只会造成 3 方面的损失:第一,带来经常更换价格标签或商品价格目录的麻烦和不便,并且买者对某种商品的所谓恰当价格的认识也得经常改变;第二,由于价格无法持续调整,可能导致价格在两次变化的间隔期内会出现短期的不均衡;第三,通货膨胀刺激人们尽量不持有通货,因为持有通货将损失其实际价值,它不像其他资产那样能随名义利率的上升而得到补偿。因此,人们不得不往返不断或不厌其烦地支取通货。当然这个问题似乎还是比较小的。

但是,我们在现实生活中面临的通货膨胀并不是可完全预测的。我们的经济也不是绝对指数化的。因此,利息收入是按名义而不是按实际收入征税的。例如,利息率是 12%,通货膨胀率是 10%。假如一个纳税人的边际税率是三分之一,那么他的税后实际收益率为–2% (12×2/3–10)。同时,借款人被允许从应纳税的收入中扣除相当一部分用于支付利息。此外,允许公司从应纳税收入中扣除的折旧费用却非常之低。因为折旧的计算根据的是原始成本,而不是重置成本。这样就提高了纳税人的应税额。或许主要由于这一原因,或许可能是其他原因,通货膨胀率降低了股票的价格。

由于通货膨胀率对公司的税赋负担具有不同程度的影

响,它也导致了投资资金分配的社会性低效率。因为,税后利润变成一个不可靠的指标,难以正确反映各产业部门的实际资本生产率。

不可预测的通货膨胀的另一结果是,它影响了收入和财富的分配、很明显,债权人将遭受损失,退休人员也会遭受损失,而债务人则从中获益。此外,它可能使工薪收入者得利或遭受损失,这取决于工资的增长是否落后于价格变动。总而言之,近几年来的证据表明,通货膨胀有益于穷人,从而使得收入的不平等趋于减小。但是,并不是所有的通货膨胀都是如此。

无论通货膨胀对不同阶层的收入分配的影响如何,它还会在各个收入阶层内部引起实质性的收入重新分配,因为总有一些家庭是纯粹借款人,而另一些家庭是纯粹放款人。这种重新分配无疑是可悲的,它并不比任何人在偶数之日诞生就必须纳税的做法来得公平。对真正关心公平的每一个人来说,这种重新分配显然是通货膨胀带来的主要损失。

通货膨胀所造成的另一方面损失是,它带来了不确定性和不安全性。家庭不再能够有把握地为长远的未来作出规划,因为他们无法知道自己的固定美元资产的实际价值究竟是多少?更为通常的是,人们未雨绸缪,进行积蓄,但是,由于不可预测的通货膨胀,这种节俭行为不仅没有获得期望的回报,反而受到了惩罚。这就可能导致人们对政府以及一般社会条件的公平性和合理性丧失信心。通货膨胀这一影响是无法用数量来表示的,而这很可能是通货膨胀主要的甚至也许是最重要的不利之处。因此,卡特总统在 1979 年的《总部经济报告》

中写道：

> 通货膨胀的腐蚀性影响蚕食了使我们连结成整体的纽带。民主政府的一个主要任务是维护公民具有决定自身命运的意识的环境。在通货膨胀时期，人们在困惑中注视到上星期购买物品的价格提高了，或者是上月的大额社会保险支票在年内余下的时间里将受到一种人们无法控制的影响的侵蚀。我们不得不为将来而计划。……而将来在任何情况下都充满着不确定性。我们无法完全控制住自己所计划的结果。当我们制定计划所使用的衡量尺度的价值—— 美元购买力，正发生剧烈的、不可预测的收缩，那么把握我们自己未来的又一要素就消失了，而人们对政府和社会机构的信任随之下降也就不足为奇了。[①]

经济增长

我们把外汇汇率目标推迟到第 5 篇再作论述，这里我们先来讨论潜在产出的增长率。我们当前的增长率相对地低于战后时期的增长趋势，也相对低于其他国家。这已引起人们的普遍关注。导致低增长率的因素很多，其中大部分是联邦储备系统无力控制的。但是，联邦储备系统可以影响经济增长率的一个重要的决定因素—— 投资。高投资率不仅意味着人均资本量增大，而且也是促进技术进步的一个重要途径。因为，革新常常需要增加新设备，例如，当公司投资购买并安装使用某种新发明机器时，就会提高生产率。

增加投资的一种方法是使实际利率保持在较低的水平

① 总统府办公厅：《总统经济报告》，华盛顿，1979 年，第 7 页。

上。但这有内在的扩张性。为了防止通货膨胀,这一政策的实施还必须伴有其他一些紧缩性财政政策。即政府要有大量的盈余或者更现实地说要缩小赤字。当然,这主要应取决于国会和政府,它超出了联邦储备系统的控制能力。联邦储备系统可以提高投资率的另一个办法是控制通货膨胀率。因为不可预测的通货膨胀率所产生的不确定性会使投资减少。

防止大规模银行倒闭和金融恐慌

防止银行倒闭和金融恐慌从某种意义上来说并不是一个独立的目标,因为大规模银行倒闭造成的主要损失可能是伴随大量失业的经济萧条。我们在这里单独列作一个目标,只是为了提醒人们注意联邦储备系统作为最后贷款人的重要作用。1934 年以前的美国经济史上曾发生过多次由于银行倒闭而引起金融恐慌和经济萧条的实例。当然,这个目标并不意味着联邦储备系统必须关心每一家银行的倒闭,或者即使是数家银行的同时倒闭。这些情况完全可以由联邦存款保险公司处理。但是,如果某些银行持有的存款额占整个银行存款数的 5%或 10%,在它们面临无法满足存款人提款的危险时,联邦储备系统就要插手干预,即通过大量的公开市场业务向这些银行提供足够的准备金 (因而也就提供了通货),以满足存款人的需要。毫不奇怪,1982 年夏天,当人们密切注视潜在的大规模银行倒闭和银行体制的脆弱时,华尔街人士普遍认为,联邦储备系统为此而采取了放松银根的政策。当然,这是无法证实的。

稳 定 利 率

尽管自 1979 年 10 月起，联邦储备系统允许利率有较大幅度的波动，但是，稳定利率仍然是它的传统目标之一。其中的一个原因是，当利率提高时，那些不得不折价出售债券的人就会受到利率波动的冲击。这种损失被认为是不公平的。而且，由于利率的剧烈波动，那些计划借款的公司不得不花费时间和精力去预测最佳借款时间，而那些短借长贷的金融机构，如储蓄贷款协会，就会陷入困境。此外，正像在第 27 章将要讨论的那样，利率波动将引起汇率波动，乃至造成对外贸易和投资的动乱。总之，当利率剧烈上升时，联邦储备系统会受到强烈的指责。

分摊紧缩性政策负担

显然，这并不是联邦储备系统的一个主要目标。但是，如果一些产业部门，特别是那些在国会拥有很多代言人的产业部门受到紧缩性政策的影响时，联邦储备系统就不得不考虑这一目标。

目标之间的冲突

由此可见，联邦储备系统具有许多不同的目标。由于这些目标之间存在不少冲突，因此联邦储备系统的工作甚为复杂。

它不得不对这些目标进行权衡,并要确定牺牲某个目标而实现另一个目标的限度。

在前面几章中,我们已经讨论了价格稳定与高就业在短期内互不协调的问题。至于汇率稳定及其他目标之间的矛盾,我们将在第5篇里论述。这里,我们先来讨论经济增长与价格稳定以及高就业这几个目标之间的关系。由于不可能完全预测的通货膨胀会使经济增长速度下降,因此,从长远来看,高经济增长与价格稳定不存在冲突。但从短期看,它们之间也可能有抵触。为了消除或者降低现有的通货膨胀,一般需要失业和过剩生产力的增加,而企业厂商的过剩生产力越大,投资的动机就越小。

防止大规模银行倒闭的目标和就业目标没有抵触。但是在有些时候,它可能与价格稳定目标发生冲突,因而也会和经济增长目标发生冲突。例如,在1982年,联邦储备系统停止了为抑制通货膨胀所采取的紧缩性政策,因为它担心会发生金融恐慌。其实,这种恐慌状况是极少的。除此之外,银行关于禁止金融革新的规定也会对经济增长产生不利的影响,尽管这种影响可能是比较小的。

价格稳定和利率稳定的关系,从长期或短期来考察有着很大的差异。从长远看,两者之间没有矛盾。通货膨胀率越低,名义利率也越低。同样,通货膨胀率越不稳定,名义利率也就越不稳定。但是从短期看,情况就大不一样了。假设投资报酬率的增大引起了总需求的增长,由于企业企图扩大投资,利率就会上升。联邦储备系统控制这种利率上升趋势(从长期看它是无法控制的)的唯一办法是,促使货币量迅速增加,而这显

然就是通货膨胀。如果本来已存在通货膨胀，那么它们之间的短期冲突将更加剧烈。为了抑制通货膨胀，联邦储备系统必须削减货币供给的增长，其结果又会导致短暂的利率上升。

利率稳定对经济增长率仅有一些可能很小的影响。然而只要它改变了通货膨胀率及生产能力利用率，它就会以前面所述的方式间接地影响经济增长。但利率稳定有助于防止银行倒闭。因为，当利率提高时，银行因持有的债券的市场价值下跌而受到强烈冲击。

最后一个目标是把货币政策加于特定经济部门的特殊负担降低到最低程度。这里，我们也必须区分长期影响和短期影响。从长期看，因人们或多或少是根据价格稳定来判断各种机构的健康程度，因此，正是由于扩张性政策产生的通货膨胀给特定经济部门带来了一些问题，而储蓄机构面临的那些问题多半也是通货膨胀导致名义利率提高所引起的。因此，从长期看，为抑制通货膨胀所需要的温和的紧缩性货币政策是和尽量缩小经济异常的目的相一致的。但是从短期来看，这种紧缩性政策将提高利率，并且会冲击诸如住宅建筑之类的经济部门。

联邦储备系统应当做什么？

如果联邦储备系统掌握了像它的指标和限制条件那样多

的独立工具，上述目标之间的所有冲突问题将不会产生。但事实并不是如此。因为联邦储备系统的全部工具只有通过改变各银行的存款准备金和利率加以运用。从这个意义上说，它只不过是掌握了单一的手段。这样一来，联邦储备系统就经常处于进退两难的窘境：有些目标要求它必须增加银行准备金，而另一些目标则要求它减少银行准备金。

因此，一项可行的解决方法是，赋予联邦储备系统单一的目标，或者至少有一个居支配地位的目标。如果要进行选择的话，这个支配性目标也许是价格稳定，而不是充分就业。因为，注重失业的政策往往过于雄心勃勃，而且试图尽量降低失业率，以致于造成加速的通货膨胀。

但是，在重大通货膨胀时期，稳定价格的政策有时却会造成失业增加。此外，当失业率非常高的时候，以价格稳定为重要目标，可能会阻止联邦储备系统采取某些扩张性行动。但供给冲击，如石油成本的提高，也会使得价格提高。所以大多数经济学家认为，联邦储备系统应该用一种特殊的方法来协调几个目标之间的冲突，灵活地平衡一个目标的长处和另一个目标的短处。在任何情况下，政治的压力都可能促使联邦储备系统采取这种权衡行动。正如我们在第7章中所讨论的，联邦储备系统在选择目标上不可能是完全自主的。

这又出现了另一个问题，即联邦储备系统实际上发挥了哪些作用？以及它赋予上述各个目标多大的重要性？很遗憾，这是一个难以确定的问题。联邦储备系统既没有公开声明它

对这些目标的权衡关系，也不曾告诉我们哪一个是最重要目标。[①] 相反，它总是尽量淡化这些目标之间的冲突，并且时常宣称任何一个目标的实现都是取得另一个目标所必要的。这种不愿披露选择目标艰难性的态度并不奇怪。如果联邦储备系统声明为了其他目标必须放弃某一个目标的话，那么就会引起这一目标的支持者们的强烈反对，他们甚至可能结成联盟来干扰联邦储备系统的独立性。然而，不愿意注视这些目标之间的冲突，并不仅是出于政治上的需要。赞成实行紧缩性政策的联邦储备理事会的理事也知道紧缩政策将导致较高的失业并产生许多痛苦。他们很可能会因此而感到不安，尤其是这些紧缩政策并非是绝对必需的。然而，为了遏制通货膨胀和防止随之而来的更大程度的失业，联邦储备理事会的理事更容易认为必须采取紧缩性货币政策。

联邦储备系统不愿意明确阐明自己的目标，对它本身还有另外一个好处。这就是使人们难以评估它的行动。因为，当受到未能实现某一个目标的指责时，联邦储备系统常常会为自己辩解说，它已经实现了另一个目标，尽管其理由同货币政策很可能没有多大关系。参议员威廉·普罗克斯迈尔对联邦储备理事会前任主席威廉·麦克切斯尼·马丁的评论，就很好地说明了评价货币政策是一件令人头痛的事情：

① 一些经济学家企图用回归方程式来解释联邦储备系统的行为。其中的因变量就是对联邦储备系统活动的某些衡量尺度，诸如基础货币增长率。而其中的自变量就是失业率、通货膨胀率以及国际收支。他们经常发现，失业率和国际收支变量可以解释联邦储备系统的行为。

> 我十分敬佩你的能力。我认为你是一位杰出的和有才华的人。每个人都会同意这一点。但事实上,当你以高深莫测的专门术语显示或论述你的才华时,就好比要把牛奶蛋糕往墙上挂一样。坦率地说,马丁先生,没有特定的目标、标准和指南,国会就不可能对你实施任何监督。我想你是明白这一点的。[①]

确定联邦储备系统对各目标之间权衡的问题,不仅仅因为它本身不愿意披露,而且还因为这种权衡常常可能发生变化,故变得复杂化了。由于联邦储备理事会主席拥有极大的权力和影响,一旦一位新主席上任,就有可能改变它的目标。此外,正像第 7 章所指出的那样,联邦储备系统总是偏向于总统提出的目标,或一般地受政治态度变化的影响。例如在 70 年代后期,两位数的通货膨胀引起选民们要求抑制通货膨胀,从而促使或者允许联邦储备系统采取更为紧缩性的行动。总的说来,在 50 年代,联邦储备系统相对地比较重视价格稳定,在 70 年代早期和中期则强调提高就业,而到了 70 年代后期和 80 年代初期,又改为侧重于抑制通货膨胀。

货币政策和财政政策的协调

货币政策和财政政策都是稳定宏观经济的工具,因此两者的目标之间具有某些一致性。这就产生了一个问题:我们能否用财政政策来缓和联邦储备系统所面临的众多问题和各目标之间的冲突,或者更进一步地说,财政政策是否能干预货币

---

① 引自约翰·卡帕特森:《充分就业或滞胀》,麦格劳—希尔图书公司(纽约)1964 年版,第 154—155 页。

政策？

财政政策可以支持货币政策的一个明显方法是，承担稳定经济的一部分任务，从而使联邦储备系统可以按更温和的方式实施货币政策。例如，当总需求过度时，增加税收和削减政府经费支出，就有利于减轻为防止难以接受的通货膨胀所需要的紧缩性货币政策的压力。但是，财政政策在一个重要的方面不能有助于货币政策，即它无法消除在短期内存在于价格稳定目标与高就业目标之间的冲突。财政政策和货币政策是通过改变社会总需求而起作用的。而价格稳定与失业间的冲突则是产品市场和劳务市场的互相作用中固有的。

那么是否能够运用货币政策和财政政策的各自长处，共同承担实现这些目标的任务呢？一种观点认为可以利用这两个政策之间在时间安排上的可能差异。除非国会一致同意，否则改变税收和经费开支将需要相当长的时间。从另一方面看，联邦储备系统则可以非常迅速地改变货币政策，然而，问题不仅在于改变政策需要多长时间，而且在于这种政策变化对收入产生影响的时滞。如果考虑到这种时滞的话，货币政策并不见得一定能比财政政策更快地发挥作用。

另一种可能性是，利用财政政策来减轻紧缩性货币政策带给某些特殊部门的损失。因此，当利率迅速提高时，财政政策的一个手段，即由政府信用机构贷款，往往被用于向借款机构提供额外的资金。但是从总的看，结合运用财政政策和货币政策的想法是建立在政府税收和经费开支政策通常不被用作反周期工具的事实上的。更确切地说，当人们认为政府应该提供更多的服务时，政府经费开支就会上升。提高税率主要是由

于政府经费开支的增加，而降低税收则是因为社会公众已经对高税收感到难以忍受。反周期考虑在实际财政政策中只起非常有限的作用。

政府预算的紧缩

财政政策和货币政策不可避免地在某一点上联系起来，这就是，政府像任何人一样必须紧缩预算。财政部必须以财政收入或向某些方面举债来平衡经费开支。不过，政府不同于其他经济部门，它有一个直接的“出路”。它可以从内部举债，也就是向联邦储备系统借款。当财政部在公开市场上出售政府债券时，联邦储备系统也可以同时从公开市场上购进这些债券。这样一来，社会公众所持有的政府债券并不见得增加。实际上，这是联邦储备系统“贷款”给财政部。但是这种所谓的“出路”也有不足的一面。因为当联邦储备系统买进债券时，它就向其他银行提供了超额准备金，从而增加了货币存量。这一过程称为债务的货币化，自然也就是通货膨胀。

联邦储备系统的货币化政策是否会增加联邦政府的债务？它使联邦政府债务增加的一个方法就是试图稳定利率，可能现在仍然是这样做的。当财政部出售更多政府债券时，利率必然升高；如果联邦储备系统企图稳定利率，就必须在公开市场上购进政府债券，增加货币存量。一些经济学家认为除了稳定利率这个间接方法外，联邦储备系统至少在过去的时间里，尤其当财政赤字增大时，就是通过在公开市场上购进政府债券，从而使得财政部出售的债券部分地货币化。

但是，无论联邦储备系统是否使财政赤字货币化，至少当

通货膨胀成为一个严重问题时,增加财政赤字会使联邦储备系统的工作趋于复杂化。因而,联邦储备理事会主席理所当然总是热心于向国会和联邦政府说明谨慎的财政政策的必要性。这种提示也有助于联邦储备系统表明自己是通货膨胀的坚定反对者。尽管在同时,它又必须允许货币存量的超速增加。

小　　结

1.联邦储备系统具有一系列目标,即高就业、价格稳定、经济增长、汇率稳定、防止银行倒闭、利率稳定以及依据可承受的要求分摊紧缩性政策的负担。

2.失业造成的损失是显而易见的。如果通货膨胀完全可以预测,相对地说,它带来的问题并不是太多。但如果通货膨胀不可能完全预测,它就会扭曲投资,并对收入分配产生随意性影响,造成不稳定性以及控制的丧失感。

3.各个目标之间存在着潜在的冲突。联邦储备系统倾向于缓和这些冲突,但并没有披露这些目标的先后顺序。

4.财政政策和货币政策具有一些相同的目标。但要使它们协调还有许多重大困难。政府赤字可以被货币化。避免巨额赤字将使联邦储备系统更容易开展工作。

问题与练习

1.什么是联邦储备系统的目标？试论本章所述的某个目标是否不应作为重要目标或者应当增加其他目标？

2.为什么稳定利率是联邦储备系统的一个目标？你认为这个目标是否重要？

3.简述不恰当的财政政策将给联邦储备系统带来的问题,你认为现行的财政政策是有利于货币政策还是有碍于货币政策？

4.阅读最近的《总统经济报告》,并简述其中对不同目标的直接或含蓄的权衡,你是否同意这样的权衡关系？

20

货币政策的工具

在这一章，我们将阐述联邦储备系统的有关工具。它们可以分为两种类型：一是影响整个经济的最为重要的一般性控制工具。二是加强或改进货币政策对特殊经济领域的作用的选择性控制工具，比如对证券市场的控制。但是，这种一般性控制和选择性控制的划分并不是绝对的。选择性政策对经济的其他领域也会产生某些影响。

公开市场业务

公开市场业务是货币政策的最重要工具。在第7章中，我们已经讨论了公开市场业务的组织。联邦公开市场委员会（FOMC）向纽约联邦储备银行的从事证券实际买卖的项目业

务经理（或“交易台”）发出指令。该项目经理不是直接和社会公众打交道，而是和少数的证券商打交道。这些证券商有些是银行，其他则是政府债券的专门代理商。项目经理与他们不断地保持联系，要求他们对买卖的证券提出报价或要价。他们自然知道这些证券在各个时期的价格和利率，并对货币市场情况和联邦储备系统所称的“市场触觉”了如指掌。联邦储备系统不强迫任何人购买或出售证券，它仅仅是根据证券商的报价买卖证券。

保罗·米克对交易台的活动作了如下描述[①]：

> 感恩节前的星期二中午，在纽约联邦储备银行的 8 楼交易大厅里，联邦储备系统公开市场的项目经理指示其副手买进 5 亿美元即期交割的国库券。
>
> 这一决定作出后，主办职员即通知在电话交换台前和 30 来位美国政府证券商保持着联系的 10 位职员和证券代理商。他说：“我们需要所有国库券的现售报价。”之后，每一个职员或代理商都迅速地与二至四位证券商电话联系。
>
> 琼是纽约联邦储备银行的一位代理商，她按了自己面前的电话交换台键纽，与另一位政府证券商进行了细声的通话。
>
> “杰克，”琼说：“我们正在寻求以现金交割方式购进全部国库券。”
>
> 杰克：“我马上答复你。”杰克是某代售公司的代表，他立即跟客户们联系，询问他们是否愿意出售国库券。同时，杰克和自己公司的负责人商定了他应如何使得本公司拥有的政府证券处于最

① 参阅保罗·米克：《公开市场业务》，纽约联邦储备银行，1978 年，第 1—2 页。

有利报价的策略。

十分钟后，杰克回了电话："琼，我可以向你出售500万美元的收益率为5.85%的1月5日到期的国库券，1000万美元的收益率为5.90%的1月26日到期的国库券，2000万美元的收益率为6.05%的3月23日到期的国库券和3000万美元的收益率为6.14%的5月30日到期的国库券。"

琼回答："这些报价可否让我在几分钟后确定？"

杰克："当然可以。"

几分钟之后，这一"往返"磋商完成了。代理商们把同各个证券商联系后获得的报价都填入事先印制好的专门表格上。主办职员就把每一个证券商的报价按大小顺序标在柜台上方的斜板上。最后，记录牌上显示出，证券商们已经提供了总数为18亿美元国库券的报价，而且要求在成交之日即以现金交割。

然后，主办职员开始用红笔圈出每一笔拟出售国库券中的最佳的即收益率最高的报价。他从U形交易柜台后面的大幅行市牌上可以查到这些国库券在这一电话交易之前的市场收益率，一个助手不断地记下将被买进的国库券的累计数额。当他已选足预定的数额，就把这些报价单退给代理商。再由各个代理商立即打电话通知有关证券商。

琼说："杰克，我们将以现金购进500万美元的收益率为5.85%的1月5日到期国库券和3000万美元的收益率为6.14%的5月30日到期国库券，其他的不要，谢谢。"

作出最初决定的45分钟后，所有的电话交易都结束了。联邦储备银行购进了5.23亿美元的国库券，剩下的仅仅是划帐工作。代理商签发单据，以便给联邦储备银行的政府证券部作为对购进的特定国库券进行划款的主要证明。办理证券商交割的银行——清算银行，有权把这些国库券从他们在联邦储备银行的帐户上扣

除，与此同时，他们在纽约联邦储备银行的准备金帐户就被贷记相同的金额。

联邦储备银行立即贷记证券商往来银行的帐户，从而为美国的银行体系增加了 5 亿多美元的准备金。

联邦储备系统被授权从事联邦政府债券、有关政府部门如政府国民抵押贷款协会（GNMA）的债券、某些州和地方政府的债券、以及银行承兑票据等的公开市场业务。但实际上，最大量的公开市场业务是债券买卖，而且主要的交易是短期国库券。这是因为联邦储备系统企图尽可能减少由公开市场业务引起的债券价格变化的程度。由于短期国库券的市场容量非常之大，联邦储备系统可以买卖大量的短期国库券，而不致于使它们的价格变化太大。相比之下，如果联邦储备系统卖出相同数量的 20 年期的政府长期债券，其价格就会有较大的下跌，这会造成不必要的资本损失。特别是对那些从事政府债券业务的证券商来说，他们持有的证券大大超过自己的资本，从而将会受到严重的冲击。联邦储备系统还担心，其结果会导致证券商停止“组织政府证券市场”，也就是他们将不再持有这些证券，而仅仅作为为买卖双方搭线的掮客。这样一来，就会降低资本市场的效率。因此，尽管联邦储备系统有时也经营长期债券，但它主要还是从事短期国库券的买卖业务。

事实上，大多数公开市场业务并不是真正像通常字面涵义上的买卖。大量的所谓“购买”是以证券回购协议的方式进行的。一般称之为回购，即“卖者”签订协议同意在未来的某一天按固定价格重新买回这些证券。同样，联邦储备系统的大多数债券出售也是以所谓反回购形式进行的。更通俗地说，这是

对称性的买卖交易。联邦储备系统保证在某一特定时日将以固定价格重新买回这些债券。联邦储备系统之所以运用这种回购和反回购方式,是因为大多数公开市场业务活动只是为了给对方以较短时间的影响。通过回购和反回购,联邦储备系统让市场知道这些交易很快还会逆转过来。

造成这种逆转的原因是,大多数公开市场业务是“防护性的”,而不是“积极性的”。积极性的市场活动是指联邦储备系统为改变其准备金数量所进行的活动。相比之下,如果联邦储备系统为了保持银行准备金的稳定,则采取保护性的市场行动。为此,联邦储备系统参与公开市场业务以抵消“市场因素”对准备金的影响,这就是我们在第11章所讨论过的浮存或通货持有额的变动。

这些市场因素的波动会引起准备金的很大变化,但这种变化是暂时的。为了稳定货币市场和货币供给,联邦储备系统企图抵消这些变化,除非这些变化的方向符合联邦储备系统的意愿。为此目的,联邦储备系统作了相当大的努力来预测各个市场因素的可能行为,而且各联邦储备银行还试图借助它与政府证券商的联系,获得对货币市场的“触觉”,来估测市场因素的综合影响。因而,由于市场因素使准备金增减而引起的联邦资金利率的变动,是经常引起公开市场反应的主要原因。这种防护性行动在公开市场业务中占了很大比重。

关于公开市场业务对银行准备金的影响已在第11章以“T”形帐户的形式作了说明。

公开市场业务的优点

公开市场业务作为货币政策的最主要工具有着几个方面的原因。第一，联邦储备系统可以通过买卖政府债券把银行准备金控制在自己期望的规模内。该工具在这方面的作用总是非常有效的；第二，公开市场业务是按照联邦储备系统的主动意愿进行的，并非像银行借款那样，联邦储备系统只能鼓励或限制借款，而无法明确地控制其数量；第三，公开市场业务可以按较小的规模，如果需要甚至可以按非常小的步骤进行。这使得联邦储备系统能够准确地调整准备金；第四，公开市场业务使联邦储备系统可以根据联邦资金利率的情况或者有关市场因素对准备金影响的新信息，而不断地调整法定准备比率；最后，公开市场业务很容易逆转。

贴现机制

所谓贴现机制，就是在联邦储备系统缴存准备金的各个会员银行可以从联邦储备系统取得借款的一种措施。[①] 它有

① 贴现就是从借款人承付票据的面值中扣除利息。例如，某人把下个星期承付的10000美元票据拿去贴现。票据面值是10000美元，但他只能得到9990美元，其中的10美元利息已预先扣除了，银行通常以贴现自己承兑票据的形式向联邦储备系统借款（以政府债券为附属担保），但在某些条件下，它们可以把已对顾客贴现的某些票据进行第二次贴现，因此有时就要用到“再贴现”术语。

几方面的作用。其中之一就是联邦储备系统实行其作为最后贷款人的职能。如果许多存款银行缺乏流动性，那就要通过大量的公开市场买卖来补充贴现机制的作用。但是尽管如此，贴现机制对那些特别脆弱的会员银行的资金融通还是十分有用的；其次，贴现机制为联邦储备系统向陷入困境的特殊部门，如我们在第3章提到的伊利诺斯大陆银行提供临时性流动资金开辟了一条途径；第三，通过改变贴现率，联邦储备系统可以鼓励或限制借款，这正是调整准备金的一种方式。

借款可以采用"调整信贷"或"延长信贷"的形式。前者作为借款的主要形式，可以通过电话自动进行。当存款银行由于大量存款丧失或急剧增长的贷款需求而突然面临流动资金紧缺时，"调整信贷"将帮助存款银行度过难关，直到它们取得其他来源的资金。但这种信贷仅仅是短期的。事实上，最大的一些银行一般在第二天就要偿还。但是，那些存款和贷款受季节性影响较大的银行，如滑雪地区的银行，可以因季节需要而延长借款的时间。

延长信贷适用于两种情况：一是个别存款银行面临着一些特殊的困难，如存款的急剧减少；二是相当一部分存款机构都面临流动资金紧缩。希望获得延期借款的机构必须详细地说明其需要，并应呈报恢复其流动性的可行性计划。

如图20·1所示，既然存款机构经常可以从联邦储备系统取得低于市场利率的借款，就有必要对这种借款特权加以限制。这种借款不能用于再投资以赚取利润，而只能在确有需要时才能借款。联邦储备系统试图通过检查各借款银行的活

动来监督实施这一规定。但是，限制为赚取利润而借款的规定含糊不清，因而是难以执行的。例如，尽管一家银行已知道不久将有大量的存款流出，但为了增加利息收入而去购买债券。当存款提取发生后，该银行的准备金就显得不足。因此，它要向联邦储备银行借款，那么这种借款是为了“需要”还是为了“赚利”呢？联邦储备系统所能够实施的监督不过是检查一家银行借款的次数和借款的期限。因此，它对各家会员银行借款的数量和次数作了特别的限制。但是正如图 20 · 2所示，当贴现率相对低于联邦资金利率时，借款的增加就不足为奇了。

然而，这并不意味着所有的银行都企图利用联邦资金利率和贴现率之间的差额。有些银行推迟使用借款特权，因为它们知

道，如果现在借了款，那么当以后它们更需要借款或者联邦资金利率比现在高时，它们再要从联邦储备系统借款就困难了。而另一些银行为了显示其稳健性管理，也不愿意向联邦储备系统借款。

银行借款后，也就承担了偿还的压力。联邦储备系统认为，一旦一家借款银行获得了额外的资金，它必须首先考虑偿还这些借款，而不能用于购买债券或放款。但各家银行实际上是否这样执行，还是一个有争论的问题。这主要取决于各银行借款的数量和期限。

此外，我们还要区分个别银行和整个银行体系的行为。在过去，大量利用贴现特权使一部分银行背上了偿还债务的沉重负担。由于这些银行滥用贴现特权以及向联邦资金市场借款，导致了联邦资金利率提高，从而促使其他一些过去没有借款的银行也纷纷向联邦储备银行贴现。因此，即使联邦储备系统能有效地控制个别银行的借款，它仍然无法有效地控制借款的总额。

无论一家银行是否把偿还联邦储备系统的贷款作为其首要任务，只要它获得额外的资金，就必须正确计算银行准备金。如果银行的确感受到偿还联邦储备系统债务的沉重负担，那么非借入准备金和非借入基础货币就比总准备金和基础货币总额能更好地预测银行存款的变动。

贴　现　率

联邦储备系统可以改变它向借款银行收取的利息率。[①] 它可以劝说商业银行和其他存款机构增加或减少借款,以此方式来改变银行准备金。但是,对比公开市场业务,由贴现业务所引起的准备金变动的数额通常是较小的。

即使联邦储备系统不改变贴现率,借款的诱因也可能或确实是各不相同的。假设联邦资金利率从 8%提高到 8.5%,贴现率仍保持在 8%,银行和存款机构借款的动机就会更强。这样一来,贴现政策在本身利率没有变动的情况下变得更为扩张了。为了保持贴现政策的稳定,联邦储备系统不得不经常改变贴现率。但是这又产生了另一个问题,许多人认为贴现率的提高是一种紧缩性政策,尽管它的提高仅仅是公开市场利率上升的一种反应。人们认为,通过提高贴现率,联邦储备系统似乎表明它对高利率持赞同态度,从而使得利率的上升合法化。然而紧缩性货币政策遭到较多的非议。所以,联邦储备系统有时受到相当大的政治压力,而无法提高贴现率。曾经有

① 尽管我们总是说"这种"贴现率,但事实上,贴现率有好几档,它取决于贷款的担保、期限和金额。此外,联邦储备系统对过度长期的贷款或特定情况下(如计算机故障)的过大数额贷款,要计算更高的利率。

过这样的情况，在任总统批评联邦储备系统提高贴现率，同时国会也举行听证会专门讨论这方面的问题。

尽管国外金融中心的银行家和其他人士可能认为，降低贴现率的政策将导致外汇市场上美元汇价的下跌，但降低贴现率不会有什么政治争议。除此之外，联邦储备系统之所以不愿意降低贴现率，是因为它担心，今后若要提高贴现率又会引起指责。事实上，在改变贴现率方面，联邦储备系统受到了种种限制。

如果贴现率过分低于联邦资金利率，那么借款就会增加。联邦储备系统可以通过扩大公开市场的卖出活动来抵消准备金的增长。因此，贴现率过分低于公开市场利率的主要影响是，各银行将以较低利率向联邦储备系统借款，再以较高的利率转贷出去，从而赚取利润，受损害的则是联邦储备系统。

预告性影响

除了对借款，从而又对准备金、货币存量和利率具有影响之外，贴现率的变动还会在某种程度上（尽管是有限的）影响人们的预期。因为不仅是金融界，社会公众也很关心报纸上的贴现率消息。在1978年11月，卡特总统向世界表明，美国将采取有力的反通货膨胀政策，以阻止外汇市场上美元汇价的下降。当时，他就宣称已要求联邦储备系统提高贴现率。

当联邦储备系统提高贴现率时，社会公众可能把它视为联邦储备系统将抑制过度扩张的一个迹象，并且会感到没有理由再担心通货膨胀了。这样一来，可能减少一些膨胀性行为，诸如为防止物价上涨而产生的提前购买，或者为抵消预期

通货膨胀影响而要求提高工资等等;相反,如果联邦储备系统降低贴现率,就可能被看作是联邦储备系统采取行动缓和经济下降的迹象。然而,社会公众也许会作出正好相反的反应,把提高贴现率解释为联邦储备系统确信通货膨胀日趋严重的迹象。

遗憾的是,即使联邦储备系统仅仅因为市场利率已变化而改变贴现率,社会公众也会把贴现率的变化视为联邦储备系统对经济预测及其政策立场的一个指示器。更重要的是,预告贴现率变动是否有益,总的来说是非常不明确的。这一问题,我们将在下一章再作讨论。一些经济学家认为,联邦储备系统应该使贴现率尽量接近公开市场的利率。例如,把贴现率定为上一周的联邦资金利率加上比如说 0.25%,这样就能完全消除预告贴现率变化所造成的影响。

贴现率变化并不是唯一具有预告性影响的货币政策工具。法定准备比率的改变也必须在报纸上公布。此外,那些拥有重大影响力的财务专家和经营管理专家完全精通如何解释公开市场业务和联邦资金利率的变动。大型金融机构都雇佣了一批经济学家,其中大多数人是联邦储备系统以前的职员,他们在联邦储备系统实施或公布新贴现率之前,就对它的行动进行预测。“监测联邦储备系统”已成为一个重要的职业。

法定准备比率的改变

国会授权联邦储备系统在较大幅度内改变法定准备比率(见表 4·2)。提高法定准备比率将从两个方面影响货币存量。第一,原先有着超额准备金的银行现在转为合乎法定准备比率要求。第二,准备比率是货币乘数分母的一个组成部分。因此,增大法定准备比率就会缩小货币乘数,从而缩小银行在原来超额准备金基础上的存款扩张。联邦储备系统可以在较大幅度范围内调整法定准备比率,这就成为一个潜在的有力工具。但是,尽管它是有力的,联邦储备系统并不是经常使用这个工具,例如,从 1986 年 5 月起生效的活期存款法定准备比率是早在 1976 年 12 月就制定的。

选择性控制

至此为止,我们已经讨论了通过调整利率和法定准备比率以影响总需求,进而影响整个经济的工具。对比之下,“选择性控制”对特殊市场具有初始影响,一些经济学家认为这些特

殊市场相对独立于整体货币政策的影响。这些控制同样也是用于抑制需求膨胀的。我们已经在第 5 章讨论了其中的一项，即 Q 项规则。

证券市场放款

联邦储备系统对使用贷款购买证券市场上已注册上市和某些未注册上市的股票施加控制。它对购买股票的定金或保证金作了规定，其目的是要限制用借款购买股票的比重。联邦储备系统可以把保证金要求提高到 100%，以控制投机性的股票市场暴涨。联邦储备系统在 1934 年被授予这一权力的原因可以追溯到 1927—1929 年的经济背景。当时，尽管价格稳定或略有下降，但证券市场上的投机因素激增。为此，联邦储备系统感到左右为难。因为它没有力量直接干预证券市场。通过提高贴现率和参与公开市场业务，联邦储备系统只能逐步削减可提供的贷款额，从而限制用借款购买股票。但由于股票价格的暴涨，它很可能不得不大幅度提高利率，以便有效地影响证券市场的借款。然而，这样一来又过分地限制了经济的发展。如果联邦储备系统在当时能够制定保证金要求，那么它就可以在不紧缩其他经济部门需求的情况下，限制对证券市场的放款。

近年来已经没有多大必要实施保证金控制，联邦储备系统已要求国会取消它对证券市场的这一权利及其相应责任。

消费信贷

在第二次世界大战以及朝鲜战争和 1948—1949 年期间，

联邦储备系统对消费者分期购买耐用品的贷款规定了最低定金和还款期限。在第二次世界大战期间，联邦储备系统也采用同样方式来控制抵押贷款。到了 1980 年，为了增强社会公众对政府实施反通货膨胀决定的信心，卡特总统促使联邦储备系统对无担保的消费信贷提取 15%的准备金。不知是由于这一措施抑或因为努力削减开支的结果，消费信贷数额减少了。下降的幅度甚至超过了卡特政府的期望。但由于这一减少正好处在经济衰退的前夕，实际上并没有什么好的作用。结果，允许联邦储备系统直接控制消费信贷的法律从此终止了。

道　义　劝　告

另一个工具是道义劝告。简单地说，就是联邦储备系统运用其说服力影响银行或各个金融机构实施不同的行为。由于联邦储备系统的利益常常和金融机构的长期自身利益相一致，因此在某些情况下，道义劝告形式的控制甚至比前述的措施更为有效。例如，在通货膨胀扩张时期，联邦储备系统可以劝说放款人更为谨慎地实施其信贷政策，而放款人也可能会把这一劝告视作一种来自那些比他们自己能更准确地预测经营状况的专家们的正确的经营建议。应当看到，银行和其他金融机构在这时无疑更能体会出这种“劝告”已不仅仅具有“道义上”的意义。再如，在 1965 年，联邦储备系统制定了限制对

国外贷款的规则，根据有关报道，一些银行担心如果不执行这一规则，就有可能导致难以从联邦储备系统取得借款。当然，这种担心可能是没有根据的，作为局外人也难以对此作出判断。但是，联邦储备系统在1966年公开通知各会员银行，如果它们压缩商业贷款，增加抵押贷款，就会更容易获得贴现借款。联邦储备系统对银行控股公司的行动的控制，及其阻止拟议中的银行兼并的权力，也是对那些不顺从银行的另一种潜在威慑。[①] 一些人认为，尽管道义劝告没有可靠的法律地位，但它是联邦储备系统的一个强有力的武器。

公布与指导

联邦储备系统可以通过许多方式把它的主张向社会公众公布。联邦储备理事会主席经常到国会的专门委员会作证。新闻界也极为关注联邦储备系统的公报及其理事会主席的发言。此外，理事会每月出版一期《联邦储备公报》，而各联邦储备银行也发行自己的《银行评论》。由于工商界以及新闻界的高度重视，联邦储备系统可以轻而易举地把它的观点公布于众。以此方式，它还可以影响工商界的期望乃至它们的行为。

① 参阅爱德华·凯恩：《中央银行作为老大哥》，载《货币、信用与银行杂志》(1973年11月号)，第979—981页。

而且，正如第7章所述，联邦储备系统还非正式地充当联邦政府部门的经济顾问。

小　　结

1.公开市场业务是货币政策的主要工具。然而，它是一个能以较小步子但可以频繁运用的有力工具，从而对银行准备金具有可预期的影响。大量的公开市场业务往往是防护性的，而不是积极主动的。

2.存款机构必须向联邦储备系统缴存准备金，但它们也可以向联邦储备系统借款。借款必须是为了解决需要，而不是为了赚取利润。但这一规定是很难实施的。

3.联邦储备系统可以通过改变贴现率来调整银行的借款数量。借款数量取决于联邦资金利率和贴现率之间的差额。也就是说，为了保持借款稳定，联邦储备系统应当经常改变贴现率。但这样一来，又会产生一些政治上的问题。改变贴现率，以及运用货币政策的其他一些工具，都具有预告性影响。

4.改变法定准备比率是联邦储备系统的一个潜在的强有力工具。但是，联邦储备系统并不经常使用这一工具。

5.联邦储备系统还对股票市场信贷进行一些选择性控制，在一段时期内曾经对消费信贷也施加控制。

6.道义劝告、公布与建议也是联邦储备系统可加以运用

的有效工具。

问题与练习

1.写一篇短文,论述过去3年里,联邦储备系统对各工具使用的情况(资料可从联邦储备公报中搜集)。

2.为什么公开市场业务是联邦储备系统政策的最主要工具?

3.向联邦储备银行借款只能用于需要而不能用于谋取利润,那么,借款数量与联邦资金利率和贴现率之间的差额有什么联系?

4.简述联邦储备系统的选择性控制。

21

联邦储备系统的指标和手段

在前面两章，我们已经讨论了联邦储备系统的最终目标及其工具。但是，这些工具并不是直接作用于目标的。这些工具主要是改变了银行的准备金和短期利率，与高就业和价格稳定等目标还有相当一段距离。银行准备金和短期利率的变化影响名义收入进而影响就业和价格需要有一段时间。因此，一旦联邦储备系统朝着错误的方向或以错误的数额调整银行准备金，那么当它发现收入的变化不适当而要修改其政策时，往往为时已晚，因为损失已经无法挽回了。

为此，联邦储备系统在其工具和最终目标之间，插进了两组中间变量。第一组称为指标，由直接影响名义收入的各变动因素组成。如货币存量和长期利率。但是联邦储备系统也不能直接通过其工具来实现这些指标。它能够直接或立即决定的不是货币存量，而仅仅是银行准备金和短期利率。因而又产生了一组可称为手段的次级指标，或者说是介于工具和指标之间的近似指标。这些变量就像联邦资金利率和银行准备金

一样，都是联邦储备系统可以直接干预的。图 21·1 清楚地表明了联邦储备系统的目标、指标、手段和工具之间的关系。

工具 手段变量 指标 目标
公开市场业务
贴现率改变
法定准备比率改变
准备金、基础货币或超额准备金
短期利率
货币存量
短期利率
长期利率
名义收入
利率稳定

图 21.1 联邦储备系统工具与目标之间的关系　　联邦储备系统的工具是通过手段变量和指标变量与目标相联系的。短期利率似乎既是一个手段又是一个长期指标，因为它影响某些类型的投资。如果联邦储备系统注重利率稳定的话，它又是一个目标变量。

为了更好地说明，我们假设联邦储备系统试图要求名义收入提高 7%，那么这时应采取怎样的公开市场业务呢？假设它认为要使名义收入提高 7%，就必须增加 6%的货币存量，而要增加 6%的货币存量，又得提高 6.25%的非借入准备金。显而易见，联邦储备系统必须参与提高 6.25%非借入准备金的公开市场业务。但是这种参与的结果可能造成货币存量增长到 8%而不是预期的 6%。这就出现问题了。由于货币增长太快，收入也可能增长过多，联邦储备系统现在必须进行相反

的公开市场业务直至货币增长率下降到 6%，即实现名义收入预期提高 7%所需的货币存量。但使收入受到影响的毕竟不是公开市场业务本身而是它所引起的货币存量和利率的变动。在相反的公开市场业务中，联邦储备系统将货币存量作为一项指标，并据此选择工具，而不是直接根据基本目标。

当收入数据表明经济正在脱离预定的轨道时，实施上述指标和手段可以进行中间性调节。相反，如果联邦储备系统要直接考虑名义收入指标，它就无法进行这种中间调节，因为联邦储备系统获得政策影响收入的数据远远落后于获得货币存量的数据。但这也未必意味着运用这些指标和手段不会受到指责。在本章末，我们还将讨论其他一些指标，特别是直接侧重于收入的指标。

指 标 变 量

一项指标，或者有时称为中间指标的选择，是制定货币政策的关键性步骤。因为不同的指标变量往往会导致联邦储备系统采取完全不同的行动。例如，利率指标可能使联邦储备系统采取扩张性的政策，而货币存量指标则可能促使它实施紧缩性政策。选择适当的指标是货币政策的一个重要问题。

指标变量的标准

一个变量，如利率或货币存量，要成为一个良好的货币政策指标必须符合4个标准：可度量性、可控制性、与目标变量的相关性以及管理和政治上的可行性。

可度量性包含两方面的涵义：第一，可以及时得到准确的数据。除非联邦储备系统能够分辨这些数据与指标之间的关系，否则就难以确定应当怎样实现这一指标。第二，联邦储备系统必须明确它应该使用何种衡量变量的尺度，是使用M_1、M_2，还是短期利率或长期利率？

指标变量的第二个标准是可控制性。除非联邦储备系统有充分的至少是大致的可能实现其指标的机会，否则该指标不会有多少作用。例如，假定联邦储备系统打算把改变商业预期作为指标，这一指标肯定与联邦储备系统的名义收入目标具有一定的联系。但仅仅这样仍然不足以影响预期。所以，改变商业预期就不是一个实用的指标。不现实的指标不仅是无益的，而且将助长不合理的政策；如果一个指标是不可能实现的，那么试图拼命争取也是徒劳的。(不过，运用难以实现的指标倒能助长官僚主义，或者说，我们每个人都会为未实现该目标举出堂皇的理由。)

第三个标准是相关性，也就是使用这一变量指标的目的问题。联邦储备系统为什么要使用一项指标的基本原因是十分明显的。因为它相信实现该变量指标的本来价值就能够达到或至少能接近它的最终目标。例如，如果货币存量对名义收入没有影响，那么联邦储备系统又何必要关心货币存量是增长2%或是20%呢？最后一个标准，即管理上和政治上的可行

性，涉及到联邦储备系统能够实施其政策的范围和程度。

潜在的指标

就中间指标的作用来说，有着3个最主要的竞争者。它们是货币存量、利率与贷款或借款变量。联邦储备系统必须在这三者之间进行选择。如果它确定了一个指标作为最主要的指标，就必须放弃对另两个指标的控制。例如，假定联邦储备系统企图将货币供给限制在一定的水平上，为了使社会公众乐意持有既定数量的货币，就必须有一个相应的利率。如果它在此时选择了不同的另一种利率，那就很不幸，它将无法控制货币供给。倘若联邦储备系统确定的最主要指标是某个不同的利率，那么它就只有放弃货币存量指标，并且要向社会公众提供他们在那个利率水平上愿意持有的货币量，才能实现这一利率指标。从短期来看（直至收入和货币需求曲线发生了变化），社会公众当前的货币需求曲线能够反映与各种特定货币需求量相一致的利率，联邦储备系统必须使货币存量与位于该需求曲线上的利率结合起来。对银行信用来说也是如此。如果联邦储备系统选择某一特定利率，那么在这个利率上的银行贷款数量就取决于社会公众对银行贷款的需求，而不是取决于联邦储备系统的愿望。当然，贷款指标也意味着一定的货币存量。反之亦然。

因此，联邦储备系统必须集中于单一指标变量，否则就必须为这些指标选用足够大的范围，以便在这一范围内有两个或更多个指标相一致。图21·2说明了这一点。图中设置的利率指标和货币存量指标区域（用矩形ABCD表示）很大，以

致在既定的货币需求曲线下，r_p 与 M_p 是相一致的。但有时，如表中的较高货币需求曲线所示，即使包含该指标所有点的很大区域也可能无法使这两个指标的范围相一致。在这种情况下，联邦储备系统要么作出选择，要么再进一步扩大范围。

根据这些分析，现在让我们来看看，潜在的指标变量是怎样符合上述标准的。我们将先讨论对货币存量和利率的选择。

可度量性　我们在第9章中已经指出,早期的货币存量估计是不准确的,而联邦储备系统又不得不运用这种早期估计。此外,还有使用M_1或M_2的问题,这种选择主要取决于这些度量中何者与收入的联系更为密切,以及联邦储备系统对它们的控制程度如何?遗憾的是,实证证据未能对此问题作出明确的回答。

然而,无论对货币存量的度量及其概念的问题有多么复杂,许多经济学家——尽管不是全部——都认为,货币存量对利率是不利的,即使不会损害利率。第一,"利率"一词在经济理论中,是指借款发生时的所有利率的加权平均数。但是,我们所获得的有关利率的数据并不包括所有利率。它们仅仅包括公开市场的借款利率。例如,没有包括公司对内部形成基金所计算的隐含利率。

第二,某些利率数据不是按适当的方法测算出来的。比如,虽然政府债券利率计算是精确的,但是对银行贷款利率的计算就并非如此。因为有关银行利率的数据往往没有考虑某些借款费用,如保持补偿性存款余额的需要,或银行对借款企业所规定的各种限制。更一般地说,借款的费用是影响投资决策的因素,它所包含的内容远非仅仅是利率。如果一家企业现在借款越多,它在今后应付突然需要时所能获得的额外资金就越少。而且,企业借款越多,它的盈利中用以偿付债权人的比重就越大。对那些大量借款的企业来说,一旦收入略为下降,就可能导致破产。而上述的利率数据并没有考虑这些方面的借款代价。

第三,正如我们在第4章中讨论过的那样,银行和其他贷

款人是分配信贷资金的。就多数借款人来说，利率只有有限的相关性。例如，假定利率不变，但由于信用紧缩，一个原来还有可借款额度的企业现在就会被排除出借款人之列。从这个意义上说，利率对这家企业已变得没有任何意义了，但是它并不影响所公布的利率数据。

第四，即使我们掌握了所有借款利率的准确数据，也没有信贷额度，但仍然存在如何从观察到的大量利率中得出单一的加权平均数来代表利率这个指标的问题。例如，对短期国库券利率、20 年期债券利率和 5 年期债券利率应当怎样进行加权计算？在每一利率基础上的实际借款额并不能作为有意义的权数，因为在确定任何一种利率上升的影响时，我们所要考虑的是由于这种利率升高而被减少的贷款额，而不是实际发生的贷款额。

第五，投资的决策动机是税后收益和成本。如果公司的税率是 30%，那么 15%的利率就表示税后的成本只有 10%。然而遗憾的是，确定适用的税率并非易事。对于那些没有收入可抵消成本的企业来说，其相应的税率为零，因而它的税前成本为 20%，税后的成本也是 20%。

但是，最为严重的困难还在于名义利率和实际利率的差别。显然，我们的数据仅仅包括名义利率。然而与费用预算最为相关的是预期的实际利率。因此，除非我们知道借款人的价格预期，否则我们无从解释每一个给定的名义利率。例如，假定名义利率为 9%，如果人们认为价格将提高 5%，则预期的实际利率为 4%；但如果人们认为价格会提高 7%，这时的预期实际利率就只有 2%。可见，错误地估计了社会公众的价格

预期，就会导致错误地估计预期实际利率。在这一例子中，后一个实际利率整整低了一倍。

根据名义利率的数据来测算预期实际利率的重要性是因时而异的。在价格稳定特别是较长期稳定的时期，它是毫无意义的。因为人们可以推测社会公众预期的价格是稳定的，那么名义利率和实际利率也就是完全一致的。但是在通货膨胀率较高或变化无常的时期，情况就不是这样了。

可控制性 货币指标的第二个标准是可控制性。从长期看，比如一年或两年以上的时期，联邦储备系统要实现或接近其货币存量指标是不成问题的。现在的关键问题是，联邦储备系统能否在短期内做到这一点。就商业周期来说，一年实际上是一个较长的时期，而在战后的商业周期中，经济萎缩期平均只有 11 个月。

如果改变准备金能够迅速影响货币存量的增长率，联邦储备系统的工作就简单多了。当货币存量增长的速度太慢时，联邦储备系统只要增加准备金，并且通过调整准备金的数量就能达到它所期望的货币增长率。遗憾的是，在改变准备金和货币增长之间存在着较长的时滞，这就给联邦储备系统带来了两个问题：其一，时滞明显地延缓了联邦储备系统的政策对收入的影响；其次，假定联邦储备系统为提高 M_1 而增加准备金，比如说 M_1 要增加 10 亿美元，以期于第一个月后 M_1 能增加 2 亿美元。但是在第一个月后，M_1 仅仅增加了 1 亿美元。那么在这时，联邦储备系统是认为货币乘数低于它的期望，从而再增加准备金？抑或认为这仅仅是因为低估了货币对准备金增加的反应的时滞，因而不必再增加准备金？

此外，货币增长过程实际上存在较长的时滞这一事实，也意味着如果联邦储备系统想立即实现其货币指标，它必须在一开始就超限度地增加准备金。例如，联邦储备系统拟在第一个月后增加 10 亿美元的货币存量。但是这时公开市场业务对货币存量的变化仅有 10%的影响，因此联邦储备系统购买的证券数量必须足以最终增加 100 亿美元的货币存量。随后，当这一政策已开始发挥其主要作用时，联邦储备系统又不得不迅速逆转，并采取相反的政策来抵制上述政策的影响。由于银行准备金的较大变动会导致联邦资金利率的较大变动，因此联邦储备系统不喜欢这样摇摆不定的政策。

这里又带来货币存量控制的一个主要问题。联邦储备系统的许多抨击者，特别是那些货币主义者认为，如果联邦储备系统愿意让利率有更大的波动，那么它就能够更有效地控制货币存量。

让我们从一般情况转到考察具体情况，很明显，联邦储备系统不可能做到准确控制每周的货币存量。除了上面所讨论的货币对银行准备金变化的反应有着时滞之外，我们在第 9 章中所阐述的度量问题也意味着联邦储备系统在估测货币存量方面的误差是很大的，很可能比它企图在该周内实际产生的货币存量变化要大得多。例如，假定联邦储备系统认为货币存量偏低了 2 亿美元，那么，即使它成功地恰好增加了 2 亿美元，但由于度量误差，货币存量也可能比联邦储备系统所期望的要高出（或低于）3 亿美元。幸运的是，无论货币供给是逐周变化还是逐日变化，都不会对收入产生很大的影响。

货币存量的逐年变化（这肯定会影响收入行为）能够更好

地加以控制。在一年里，货币存量对基础货币变化的反应已经基本形成，因而，无规律性的波动有可能会被消除，度量的误差也可缩小。比如说，联邦储备系统对一年内调整250亿美元货币存量的误差要小于它企图在一周内调整5亿美元的误差。正如表9·3所示，以年度为基数，货币增长率的标准差是相当小的（如M_1为0.8%）。一些批评联邦储备系统的货币主义者认为，如果联邦储备系统真有决心，那么它能够达到比表9·3的数字更为精确的货币指标。①

联邦储备系统是否能够实现任何一个特定的利率指标？有一个时期，这是有疑问的。有些人指出，在相当低的利率水平上，流动性偏好曲线具有无限的伸缩性。对此，没有经济学家会感到担心。然而对联邦储备系统降低利率的能力还有另一种限制。在第13章讨论过，利率的下跌会引起收入增加和价格上涨，而收入和价格的上升又会使利率再度提高。请问，这是对联邦储备系统能力的严重限制吗？在实际收入增长促使利率回升到原有水平的限度内，联邦储备系统是不必担心的。因为，要实现实际收入的这种增长，恰恰需要利率在开始时降下来。然而，如果菲利浦斯曲线是垂直的，并且由低利率产生的名义收入增加只表现为价格的上涨，那就明显说明联邦储备系统未能实现其提高实际收入的目标了。不过，这里的

① 因此，詹姆斯·约翰尼斯和罗伯特·拉希认为联邦储备系统可以达到月误差为1.5%和年误差为0.5%的指标。参阅《控制货币准备金的方法是否真正有效》，载《货币、信用与银行杂志》第13期（1981年8月号），第298—313页。

问题并不是联邦储备系统对改变利率无能为力，而在于联邦储备系统的指标本身（如增加产出）是无法实现的，至少是传统的宏观政策所不能实现的。

即使菲利浦斯曲线不是垂直的，但仍然存在一个限制联邦储备系统降低利率的能力的因素。这就是除了收入稳定的目标之外，联邦储备系统还有一个汇率稳定的目标。我们将在第 5 篇说明，如果利率下跌，就会降低美元在外汇市场上的汇价。

到此为止，我们讨论了利率问题，但没有具体说明它是什么利率。由于联邦储备系统在公开市场业务中主要是从事短期证券买卖，因此，首先受到影响的是短期利率。而对于长期和中期利率的影响则表现得很微弱，并且还需要经过一段时期。许多经济学家（虽然并不是全部）都认为，影响投资的最主要因素是长期利率而不是短期利率。[①] 所以，他们认为，货币政策基本上要通过短期利率才能影响到长期利率这个事实，正是货币政策的一个重大局限性。

相关性　指标的第三个标准是指它与联邦储备系统高层次目标之间的相关性。这里的重要问题并不在于指标变量的既定变动引起了多大程度的名义收入变化，因为如果指标变

---

① 然而，斯坦福大学的罗伯特·霍尔认为，只有短期利率才与投资决策相关。因为在任何年度，公司都得决定是在本年度里进行投资或是将项目推到下一年度。因此，公司将比较当年投资的收益与当年投资的费用，而不是下一年度投资的费用，这一投资费用就是当年利率。参阅罗伯特·霍尔《投资、利率与稳定政策》，载《布鲁金斯经济活动文集》（1977 年第 1 期），第 61、103 页。

量对收入影响较小,那么联邦储备系统仅仅需要较大幅度地调整指标变量。因此,重要的是,当联邦储备系统调整其指标时,它能够怎样精确地预测收入变动的大小。

究竟是货币存量还是利率对收入具有更可预测性的联系?这是一个十分棘手的问题。不妨举个例子予以说明。我们假定初始利率是在联邦储备系统的期望水平上,随后却突然上升了。这时,尽管联邦储备系统并不知其中的原因,但它必须作出决定:是应当将利率视为指标并通过更快地增加货币存量使其暂时保持稳定呢?还是应当把货币存量视为指标并使其按原先确定的速率增长,即使这意味着利率的提高?

这一答案取决于利率为什么会上升?如果货币供给一直以固定的速率增长,那么利率的非预期上升的原因就必定归结为货币需求的增长。根据剑桥方程式 $M = kYP$,货币需求量增长的原因或者是 k(社会公众想要以货币形式持有的名义收入的比例)增大,或者是因为 YP 增大。

我们先假设是由于 k 增大。在这种情况下,联邦储备系统就应该使用利率作为它的指标,并且由于收入的期望水平没有改变,还应当保持利率不变。由于对每一美元收入的货币需求已经增加,为了防止收入的减少,联邦储备系统必须增加同等数量的货币供给,以便满足货币需求的增长。否则,利率就会上升,并导致收入减少。因此,在利率上升起因于剑桥方程式中 k 的增大这种情况下,联邦储备系统应该使用利率作为它的指标。

但是,在另一种情况即利率的非预期上升是由 YP 增大而不是 k 增大所造成的情况下,联邦储备系统就应该使用货

币存量指标。由于它不企望名义收入增长(因为如果它要使名义收入增长,它可能早已采取了改变收入的政策),因此,它应当使货币增长率保持不变,并容许利率有所上升。这时的利率上升是合乎期望的,因为它能抑制支出的增长。换句话说,当支出动机(如投资的获利性)增大以及收入增长时,由此引起的利率上升就成为缓和收入增长的自动稳定器。因此,在利率上升是由于收入增加所造成的这种情况下,如果联邦储备系统把利率作为它的指标,那么它就是按照一种不稳定的方式在行事。因为,为了防止利率的上升,它就得放弃一个重要的自动稳定器。换句话说,由于把利率作为指标,使得联邦储备系统要为它所不期望的名义收入的增长而增加货币的发行。

这一原理可以通过IS—LM图表来说明。[①] 在图21·3(A)中,IS曲线是在IS_1和IS_2之间波动。如果联邦储备系统使用货币存量指标,它就会形成固定的货币供给,并因收入增长扩大了对货币的需求而使利率随之上升。因此,LM曲线将按通常方式向上倾斜。例如,随着投资利润增大或政府支出的

① 前面针对收入和剑桥系数k的讨论,可以解释为如下的IS—LM语言:支出动机的增加会使IS曲线移动(该曲线说明在利率为既定时的收入状况;而支出动机增加意味着在每一档利率上,公司、企业或消费者愿意支出更多)。通过选择与货币供给和需求相等的利率和收入的组合,LM曲线接近货币市场的均衡。如果人们现在想持有更多的货币,该曲线就会向外移动,因为现在需要更高的利率(或更低的收入),使人们对货币的需求不高于货币的可获量。使用简单的IS—LM图形的一个问题是,它要假定价格是稳定的。幸运的是,这里以IS—LM图形所表明的结果,也可以通过代数方法计算得出,而代数方法并不需要假定价格是稳定的。

增加，IS 曲线从 IS_1 向 IS_2 移动，收入也从 Y_0 提高到 Y_1。与此相反，假定联邦储备系统使用利率指标，那么它要使利率固定在期望的水平上，就必须根据货币需求变动来相应改变货币供给，从而使 LM 曲线成为一条水平线，即 LM_2 随着 IS 曲线从 IS_1 移到 IS_2，收入也从 Y_2 提高到 Y_3，即收入要比联邦储备系统利用货币存量指标时高得多。

在图 21·3(B) 中，IS 曲线是固定的，但是货币的需求却是波动的。因而，LM 曲线将在 LM_1 与 LM_2 之间变动。假设，联邦储备系统提出一个保持货币量不变的货币存量指标（因为它不希望收入改变），并且容许利率波动，那么收入就会在 Y_0 与 Y_1 之间变动。如果进一步假定，联邦储备系统使用一个在所有时间均固定在 r_2 的利率指标，这时 LM 曲线就变为 LM_3，从而收入将定在 Y_2。

由此，我们可以得出下面的规则：如果利率的变化是由剑桥系数 k 的变化所造成，那么联邦储备系统应当使用利率指标；但如果利率的变动是由于支出动机变化而引起收入变化所造成的，或者说是由于 IS 曲线移动的结果，那么联邦储备系统就应当以货币存量作为指标。

这里还有一个问题，即利率发生变动时，联邦储备系统无法确定这一变动是由于剑桥系数 k 变动或是支出动机变化所引起的。它所观察到的比如说只是利率在上升，并且不得不决定是否通过增加货币存量来阻止利率上升。无论它作出什么决策，对某种情况来说将是错误的决策，并会干扰经济的稳定，这种干扰的程度取决于 IS 和 LM 曲线的斜率。

这种情况是非常不利的。如果联邦储备系统确实知道利率的非预期变化通常是由于剑桥系数 k 的变化或是支出动机变化引起的，事情也许还不至于那么糟糕，因为它可以采取一些通常能够产生良好结果的行动。但是，联邦储备系统并不真正清楚所谓的通常的情况或非通常的情况。货币主义者认为，剑桥系数 k 比支出动机具有更大的稳定性和可预测性，因此主张采取货币存量指标，而凯恩斯主义理论的解释既可用于支持货币存量指标，又可支持利率指标。但可以指明：如果 IS 和 LM 曲线的非预期移动可能相等的话，就表明以货币存量

作为指标比以利率作为指标更为恰当。[1] 所以除非一些比较可靠的迹象表明 LM 曲线的移动是导致利率非预期变化的主要原因,否则联邦储备系统应当采取货币存量指标。[2]

管理与政治性问题

在结束对指标的讨论之前,还有一个更为重要与实际的问题。我们已经论述过联邦储备系统选择了与其期望的收入水平相一致的利率指标。但是,它还考虑到保持利率的稳定。由于选择了利率指标,联邦储备系统总是试图使这一指标值

① 这一争论是很复杂的,但可概述如下:第一,假设联邦储备系统要使实际收入和预期收入之间的偏差的平方趋于最小值。第二,假定当利率变化时,联邦储备系统并不知道移动的是 IS 线还是 LM 线,在这种情况下,联邦储备系统应当采取一个中间性政策,以便作为当它确切地知道哪一种曲线已经移动时所需采取的行动的中介。但是,事实证明货币存量指标正是这样一个中介政策。为了说明这一点,假设联邦储备系统确知 IS 曲线已向外移动,那么它应该采取一个保持货币存量不变的政策吗?不,它不应该这样做。尽管这一政策比保持利率稳定来得好,但联邦储备系统应该做得更好。它可以减少货币存量,从而抵消由于 IS 曲线移动所导致的收入增加。所以,保持货币存量稳定已经是一个中介政策。如果这两条曲线的移动很可能相当的话,它就是恰当的政策。参阅史蒂文·勒鲁瓦和戴维·林赛:《决定货币手段:图解说明》,载《美国经济评论》第 68 期(1978 年 10 月),第 929 页—934 页。由于政策失误导致收入不稳定的幅度取决于 IS 曲线和 LM 曲线的斜率,所以从理论上说,在决定究竟使用利率指标或使用货币存量指标时,就应该考虑这些曲线的斜率。但是人们对于这些斜率的相对幅度了解甚少。

② 尽管我们仅仅是讨论了货币存量指标和利率指标之间的选择问题,但是,这一分析也适用于对银行信贷或利率指标的选择。

保持在固定的水平上，即使收入变化脱离它的预期水平。另一方面，如果选择了货币存量指标，联邦储备系统显然将被要求容许利率变动。因此，货币存量指标相对地不易受到滥用；它不会诱致联邦储备系统过度地强调日常的因素（如利率稳定），而忽视长期的、但却是更重要的任务。正如纽约联邦储备银行的如下表述：

从长期来看，货币政策的作用……是稳定币值。……从短期来看，它会有力地影响……实际经济增长和就业。货币政策既不可能，……也不应该完全忽视这些重要的短期要素。但同样正确的是，仅仅注重短期影响而忽略长期目标的确始终成为货币政策制定中的一个问题。货币指标方式的一个基本作用……是促使政策制定者重视货币政策稳定价格的长期性作用——应当使货币政策与调整短期目标的固有压力之间保持一定的距离。[①]

此外，社会公众反对提高利率，但是他们同时又赞成降低货币增长率。只要联邦储备系统是根据某一货币增长率而不是根据某一利率来制定紧缩性政策，它就能更为容易地向社会公众“推行”这一政策。对那些认为紧缩性政策是必要的人来说，这表明了货币存量政策的显著优点。尽管有些人可能会从理论上反对这种操纵社会公众的企图。

重要的是，指标变量的选择涉及3个方面的争论。第一，对变量的度量及其可控制程度有着一些技术性的意见分歧。第二，对基本的宏观经济学理论存在着争论。比如，收入变化

① 纽约联邦储备银行《1983年度报告》，第11页。

是否主要由于支出动机波动所引起,从而联邦储备系统可以通过以稳定货币增长率作为指标来稳定收入。或者,收入的变化是否应当主要地归因于联邦储备系统应予以抵消的剑桥方程式中 k 的变动?尤其是,经济分析是否告诉我们,某一个特定的货币变量如 M_1 或 M_2 与收入具有稳定的联系?第三,对何谓中央银行的社会学也有着争论。如果联邦储备系统采用利率指标,它是否能够抵制保持利率稳定而不使其向适当水平运动的企图。

结　论

概括地说,针对第一个标准—— 可预测性,货币存量和利率这两个指标的效果都不佳。同样,这两个指标变量在第二个标准—— 可控制性方面,问题较少。而对这两个指标在第三个标准—— 与收入目标的关系上,则存在较大争议。

贷款或债务变量

在最近几年里,出现了另外一个潜在的指标,即未清偿贷款或债务。该指标首先是由哈佛大学的本杰明·弗里德曼提出的。他认为,所有非金融借款人(即金融机构以外的所有借款人)的未清偿债务总额是一个与货币相同、甚至更为有效的指标变量。

随着对金融体制放松管制和新金融业务种类的增加，M_1和M_2的涵义变得不确定了，而非金融借款人的未清偿债务则具有重要的意义。此外，它和货币一样，对名义收入保持着稳定的关系。由于公开市场业务向银行提供了扩大贷款的必要资金，因此联邦储备系统在某种程度上可以控制未清偿债务。

弗里德曼并不认为联邦储备系统应该停止对货币的关注。但是他提出，联邦储备系统应当确定货币增长率和非金融借款人的债务总额增长率的指标范围。如果这两个指标发生冲突，再比方说，如果把货币增长率限制在其指标范围内意味着允许债务的增长超出其增长率范围，那么情况将会怎样呢？弗里德曼认为这正是向联邦储备系统发出信号，要求它重新考虑这两个指标变量的范围，并决定对哪一个指标进行调整。同时考虑两个变量的行为，要比仅仅注重一个变量指标来得好，因为这样可以避免孤注一掷的后果。尽管这一观点尚未受到职业界的普遍重视，但有些经济学家已经在探讨联邦储备系统是否能像控制货币那样准确地控制债务变量。

手　　段

联邦储备系统在控制名义收入中所遇到的问题，同样也存在于它对指标变量的控制过程中。为了解决这些问题，它利

用了一些手段变量,以便有助于促使指标变量达到期望的水平。手段变量的标准相同于指标变量的标准,也是可度量性、可控制性及相关性(这里指手段与指标自身而不是手段同收入目标之间的关联)。由于管理和政治可行性不会对手段变量造成问题,从而它不是选择手段的标准。

手段变量

联邦储备系统可以把它对银行准备金和基础货币的各种度量(见第11章的论述)作为手段变量。这些度量加上货币的度量往往被通称为“总量”,以区别于另一个不同的手段——联邦资金利率。(该资金利率也可以作为一个指标变量,因为它会直接影响某些形式的投资。就联邦储备系统试图稳定该资金利率的意义而言,它还是一个目标变量。)联邦储备系统也利用联邦资金利率这一手段变量来调节货币需求量。因此,如果联邦储备系统需要增加货币存量,它将降低联邦资金利率,以促使社会公众试图持有更多的货币,从而各银行可以通过减少超额准备金或向联邦储备银行借款的方式来提供社会公众所需要的额外货币。

手段的评价

现在我们来看看这些手段在控制同一个指标变量——货币存量方面各有什么作用。总准备金和非借入准备金手段在可度量性标准上是毫无问题的。任何时候,联邦储备系统可以从自己的有关记录中查到各存款机构的缴存准备金数额以及借款数额,它也可以很容易地从各银行的报告中估测另一部

分准备金，即库存现金的数额。同样，联邦储备系统可以通过对社会公众所持有的通货的估计随时估测基础准备金和超额准备金。所有这些手段都完全符合可行性的标准，因为联邦储备系统可以通过公开市场业务任意地改变准备金数额。

就相关性标准来说，似乎存在着较多的问题。尽管货币主义者普遍认为，总准备金是对货币存量的最佳“控制器”，但联邦储备系统对此持怀疑态度。从1979年的10月至1982年的夏季末，联邦储备系统一直使用非借入准备金作为手段。它确定了某一特定水平的非借入准备金作为其近似的指标。如图21：4所表明的那样，这一手段的运行过程如下：假设货币需求增加，从而使银行需要更多的准备金。银行不得不从贴现窗口获得这部分额外准备金，因为联邦储备系统为了保持借入准备金的稳定，不会通过公开市场业务向它们提供这部分资金。但是银行并不愿意借款，而且如果未清偿借款数额越大，它们就越不愿意借款。因此，随着借款增多，每一家银行都试图避免继续向联邦储备银行借款，转而向联邦资金市场借款。这就促使联邦资金利率上升。但由于该资金利率上升，社会公众想要持有的货币会减少，于是自动稳定器开始发挥作用，部分地抵消了货币需求的初始增长。所以，货币存量的增加会相对地小于由联邦储备系统通过公开市场购买业务提供追加准备金所造成的货币存量的增加。（如果货币需求减少，该手段的作用与此相同。）

上述复杂过程的一个问题是，对联邦储备系统来说，要通过提供一定数量的非借入准备金以达到特定水平的总准备金（以及特定的货币存量指标），就必须相当准确地估测：⑴ 所提供的非借入准备金数额对借款数额的影响；⑵ 借款对联邦资金利率的影响；⑶ 联邦资金利率对货币需求的影响。一些经济学家反对说，联邦储备系统无法充分准确地估测上述这些关系，从而难以控制货币存量。

1982 年夏季末，联邦储备系统改变了它的实施步骤，试图对货币存量进行更少的控制（联邦储备系统这一行为，与它暂时降低 M_1 指标的重要性有关，这个问题将在第 24 章讨

论)。按照新的步骤,联邦储备系统以借入准备金作为手段,即它确定了以特定水平的借入准备金为其指标。如果货币需求以及准备金需求增长,银行就必须增加借款。联邦储备系统只需通过公开市场业务即可向它们提供所需要的追加准备金。因此,借款将保持在联邦储备系统的指标水平上而不会上升,而联邦资金利率亦可免于上升。但是这样就不存在限制货币供给增长的自动稳定器。这就是说,如果联邦储备系统选择借入准备金为其指标,它对货币存量的自动控制就比它以非借入准备金为指标时的控制减少了。[①] 那么,为什么联邦储备系统要运用这样一个指标呢?要理解这个问题,我们要越过迄今所作的分析框架。

不同的方法

多数经济学家倾向于同意我们在上面所论述的手段—指标—目标这种框架,但并非全部如此。有些人认为联邦储备系统不应该根据收入目标的要求持续不断地调整其手段变量。另一些人则认为,联邦储备系统应该直接关注国民生产总值指标,而不是货币存量或利率等中间性指标。还有一些人希望

① 然而,如果需要的话,联邦储备系统可以通过经常改变它为非借入准备金设立的指标,来弥补自动控制机制的不足。

联邦储备系统直接从手段变量转向收入目标。我们将对这些观点分别作些讨论。

调节性政策和非调节性政策

联邦储备系统能够而且在事实上也确实经常调节对准备金和货币存量需求的变动,而不是试图把准备金和货币存量固定在预定的水平上。这就是说,当准备金和货币的需求增长时,联邦储备系统就增加准备金供给,反之则减少准备金供给。这似乎与稳定政策完全背道而驰,因为它在IS曲线移动时,加剧了收入的变化。联邦储备系统为什么要这样做?

这里的一个原因是,在某些时候,调节准备金和货币存量的需求变动并非与保持收入的指标不相一致——实际上这种调节正是为了要稳定收入。例如,假设一些市场因素正使银行准备金逐渐减少,尽管联邦储备系统尚未立即了解到这一情况,但是它确实看到银行的准备金已经不足。通过调节银行对超额准备金的需求,联邦储备系统就可以控制总准备金以及货币供给,使它们与指标保持一致。第二,假定货币乘数下降,而且联邦储备系统没有马上发现这一情况,但它同样观察到银行准备金不足,通过调节准备金需求,它仍然可以把货币供给稳定在指标范围内。第三,假设剑桥系数K上升,社会公众对货币的需求因而增加,这时,如果联邦储备系统对这种货币需求的增加进行调节,就能保持收入稳定。在上述这3种情况下,调整都会起稳定作用。只有当准备金和货币需求增长的原因是由于IS曲线移动所引起时,对这些增加进行的调节才会造成收入的不稳定。

上述3种情况需要调节而仅有一种情况不宜调节的事实，是否就意味着联邦储备系统通常都应当进行调节呢？当然不是。

首先，发生第一种情况的可能性比其他两种情况合起来还要大。其次，在不应当调节的情况下进行调节所造成的损失或许要大于应该调节却没有调节所造成的损失。假设，剑桥系数K或货币乘数的意外波动在不同时间上是随机的，那么，除非发生在一个很短的时期内，否则它们大都会抵消掉。由于名义收入的变动仅仅取决于货币存量在较长一个时期内的变动，而不取决于货币存量逐周或逐月的变化，因此，不调节剑桥系数K或货币乘数的短期变化并不会影响收入。但是，正像可能发生的情况那样，如果IS曲线的移动持续了较长的时间，那么，为了调节这种位移而调整准备金就会严重地影响收入。

此外，我们现在可以来讨论前一章留下来的一个问题，即贴现率与联邦资金利率挂钩是否合理的问题。在现行的体制下，贴现机制主要用来调节准备金需求的变动。随着准备金需求的增加，联邦资金利率因而提高，从而会刺激银行按固定的贴现率扩大向联邦储备系统借款。因此，那些认为调节是不必要的人们，就会转而建议使贴现率随着联邦资金利率的波动而自动变动，而那些拥护调节的人们则会赞成现行的体制。

联邦储备系统之所以调节准备金和货币的需求变动的另一个原因是，这将阻止或者平抑利率的变动。利率的剧烈变动会扰乱金融市场，因此，一些经济学家和许多金融界人士都认为，联邦储备系统不应当片面追求收入目标，而忽视利率的变

动。为了防止利率的过度波动，有时，联邦储备系统对准备金的变动应少于它在利率的波动无关宏旨时对准备金所进行的变动。

尽管理论经济学家们极力主张，实现收入目标总是比避免利率波动更为重要，但是，联邦储备系统很可能不同意这一点。因为，联邦储备系统对金融市场的正常运转负有一定的责任。除此之外，我们要记住，在金融界和国会的指责面前，首当其冲的是联邦储备系统，而不是理论经济学家。

不管联邦储备系统是否应当调节货币需求，事实上它都是那么做的。战后的M_1增长率在经济高涨时期一般要大于经济衰退时期。这一情况并不能通过如下说法来证明它的正确：由于经济高涨时期的货币流通速度也是快于衰退时期的货币流通速度，从而联邦储备系统正致力于抵消流通速度的变化。货币增长率的顺周期变化说明，联邦储备系统的政策影

响很可能是不稳定的,而不是稳定的。[①] 这至少引起人们对联邦储备系统自我标榜的一贯“逆风而上”的说法表示怀疑。

为什么联邦储备系统如此倾向于调节性政策?主要原因可能是,它试图缓和利率的波动。调节性政策和非调节性政策方式的选择来自联邦储备系统优先稳定利率的实际偏好。利率的大幅度波动所造成的危害,如由于利率上升所造成的储蓄机构的损失,是直观而明显的。相反,联邦储备系统从来不敢肯定它所选择的收入水平是正确的。这一收入目标很可能导致比联邦储备系统的预期更为严重的通货膨胀。此外,联邦储备系统也从来无法肯定准备金和联邦资金利率指标可以产

---

① 在 1953 年 7 月至 1982 年 11 月间,每一个经济高涨期的货币增长率都大于经济衰退时期的货币增长率。当经济开始转向衰退时,货币增长率的顺周期性变化仅有一个例外,这未必是坏事。为了稳定经济,必须在衰退时期提高收入并在高涨时期降低收入的观点是不现实的。在经济衰退初期。收入仍然高于正常水平,而在经济高涨初期,收入则仍低于正常水平。因此为了按其趋势来稳定收入的变化,在衰退的的初期,货币政策应当降低收入。这样一来,我们应该把货币增长率与某些其他指标,如失业率进行比较,以便能了解到总需求究竟是不足还是过度,而不应该只是去观察货币增长率变动是“顺”周期性变动,还是“反”周期性变动。如果我们把 M_1 或 M_2 的增长率变动同失业的周期性变化进行对比,那么,货币增长率可以说是与失业率相对应的。这是否意味着联邦储备系统实际上是在稳定经济呢?未必如此,因为货币增长率变动对总需求的影响存在着时滞,所以货币政策也能够很容易地起到不稳定的作用。但除非我们知道货币政策影响的时滞,否则我们就无法断定货币政策是起了稳定的还是不稳定的作用。此外,还有一个怎样理解有关数据的问题。例如,货币增长率在 50 年代是顺周期性,而到了 60 年代,它要取决于是从经济衰退时期还是从经济高涨时期入手。

生期望的收入水平。例如，联邦储备系统可能由于认为货币存量太少而提高准备金，但到了下个月，调整后的数据也许会表明货币存量并非太少。政策所造成的损失是可确定的、即期的，但政策所带来的收益则是不确定的、远期的。即使某种政策的预期收益超过客观计算的预期损失，联邦储备系统也总是试图拖延该政策的实施。

控 制 理 论

我们在这一章一开始就讨论了下面的情况，即联邦储备系统观察到货币存量与其预测值不同，因此要对货币存量进行调整，使它符合指标。但是，为什么货币存量与联邦储备系统的预测不一致呢？显然，这是因为联邦储备系统模型中的某一个方程式出现了问题。这是一个极为有用的信息，因为它可能会影响到该模型对货币存量和收入之间关系的预测。我们不能因为正要把货币存量控制在原先计划的水平上，而对这一信息置之不理。而且，货币存量和利率也不是影响收入的唯一变量。因此，联邦储备系统不应当把货币存量或利率作为它的唯一指标，而是要利用一切可获得的信息来预测收入的变化，同时借助这些信息决定其公开市场业务。

与此同理，一些经济学家企图通过下列事实来扩大传统的分析方法，即联邦储备系统所观察到的利率或货币存量的非预期变动很可能是由于IS和LM两种曲线的移动而不是由其中一种的移动所致。因此，我们在图21·3中提出的简单规则是不适用的。这样一来，联邦储备系统无法轻易地作出直接反应。但并不是只有联邦储备系统会碰到指标偏差问题。电

气工程师同样也会遇到这样的问题,因而他们设计出使变量恢复到指标水平的最佳机制(大家所熟悉的高炉恒温器就是一个例子)。他们建立了一门被称为“控制论”的数学分支,用来决定某种机制应当如何对指标偏差的信息作出反应。这一控制论也被运用于根据联邦储备系统考虑的许多变量来选择货币政策的问题。遗憾的是,这种方式需要运用一些复杂的数学知识,并且要求我们格外认真地注视所面临的问题。

但是,尽管联邦储备系统能够根据控制理论来考察许多变量,还是存在着一些问题。甚至坚定的货币主义者也承认,货币不是影响名义收入的唯一变量。因此,联邦储备系统原则上应当考虑其他的许多变量。但是,他们又认为,考虑众多变量,并赋予每一变量适当的重要性是一件非常困难的事情。这一观点看起来似乎难以令人信服,但是如果人们阅读了联邦公开市场委员会的备忘录[①],就会感到信服了。联邦公开市场委员会观察了许多变量的运动,这些变量有的上升,有的下降,因此往往难以弄清这些变量的实际变化情况。由于货币存量的运动很容易被过多的变量所掩盖,所以,如果货币果真像货币主义者所认为的那样重要,联邦储备系统也许只需考察货币变量。信息过多和信息过少一样都是无益的,更何况联邦储备系统常常迫于政治的压力,不得不干一些错误事情。如果它仅仅重视一个变量,比如说货币变量,当联邦储备系统执行一种错误的但在政治上是有利可图的政策时,该变量就会发

① 这一备忘录的正式名称是《讨论会备忘录》。人们可以获得 1976 年 3 月以前的有关备忘录。从此之后,再没有保留这些备忘录。

出信号。如果联邦储备系统同时考虑众多的变量，那么这样一个明确的信号就不大可能显示出来。因此，如果联邦储备系统重视单一变量而不是许多变量，它就可以较好地抵制实施某种流行的、但却是目光短浅的政策的引诱。

名义收入指标

在近几年，另外一个受到普遍注意的方法是直接侧重名义收入指标。这个方法同上述的控制理论方法联系密切。既然货币和利率之外的其他变量也都对名义收入产生影响，那为什么不能直接考察名义收入呢？以货币存量作为指标只有在货币流通速度稳定时才能实现期望水平的国民生产总值，但货币流通速度并不是稳定的。

然而，直接以名义国民生产总值作为指标也有一些问题：第一，尽管联邦储备系统应该着重于国民生产总值的道理是明显的，但这是指哪一种国民生产总值—— 是现时的国民生产总值还是未来的国民生产总值？由于当前制定的货币政策都要在一段时间后才能发挥作用，因此，显而易见的答案应当是未来的国民生产总值。但是，未来的国民生产总值是未知的。所以，联邦储备系统只能着眼于它所掌握的国民生产总值，即现时的国民生产总值和不久前的国民生产总值。此外，政治上的压力也直接促使联邦储备系统考虑现时的国民生产总值。如果联邦储备系统在失业仍然比较高的时期采取紧缩性政策，或者在通货膨胀时期实施扩张性政策，那么它就会受到那些并不理解政策正式实施时的环境条件已大不相同的人们的指责。因此，联邦储备系统试图以现时的而不是未来的国

民生产总值作为其国民生产总值指标。如果货币政策的实施与它对国民生产总值发生作用之间的时滞较短，那问题还不大。但是正像我们将在第23章讨论的那样，如果时滞较长，就会导致该政策产生不稳定的作用。

另一个问题在于，国民生产总值指标将难以对联邦储备系统进行监督（如果不是不可能的话）。假设，联邦储备系统设立了一个货币存量指标而未能达到，那么它就会受到指责。但是，假设国民生产总值偏离了联邦储备系统的指标，而由于除货币政策之外，还有那么多因素会影响名义国民生产总值，则要追究联邦储备系统的责任就很难了。

当人们问及国民生产总值指标是如何与手段—指标—目标这种框架相关联时，该指标的一个主要问题就会暴露出来。乍看起来，这两者有着明显的冲突。如果货币政策直接侧重于国民生产总值这一个目标变量，那么指标和手段变量就似乎变得不必要了。但情况并不是如此。假设，联邦公开市场委员会采用了国民生产总值指标，它不会要求纽约联邦储备银行进行公开市场购进业务，以促使国民生产总值达到这一指标，因为这两者之间的关系太模糊了。然而，它一定会这样理解：国民生产总值应增长7%，这要求的增长率为6%；这样又转而需要一定数额的借入准备金。因此，使用国民生产总值指标并不能使联邦储备系统取消其他的指标和手段。

相反，如果联邦储备系统采取的是我们在前面论述过的步骤，确定了准备金增长率和货币增长率，它仍然要考虑国民生产总值指标。它不是无根据地设立一个特定的货币增长库，而是选择一个它认为能够实现期望水平的国民生产总值的货

币增长率。

那么,主要的困惑是什么呢?如果一个国民生产总值指标还需要一个货币指标(或利率指标或信贷指标),而这些其他的指标又要求有一个名义国民生产总值指标,那么,倘若联邦储备系统宣布以某一特定水平的国民生产总值增长率为其指标,或是宣布以某一特定的货币增长率或利率为其指标,是否会出现什么问题?看来是会的。倘若联邦储备系统宣布了某一特定的名义国民生产总值,随后又改变了它对货币流通速度的估计,那么它就可以毫无困难地改变其含蓄的、未宣布的货币增长率。但是,设若联邦储备系统已经设立并且宣布了货币增长指标,那么,如果再来改变货币增长率指标就会给自己造成损害,它会受到诸如政策不一致或指标未实施等的指责。因此,公布的指标变量如果是货币增长率而不是特定的名义收入,则联邦储备系统就不大可能改变它。对于联邦储备系统来说,名义收入指标要比货币存量指标具有更大的灵活性。联邦储备系统是否应当拥有这种较大灵活性取决于流通速度的稳定性以及联邦储备系统由于政治和管理的问题而误用这种灵活性的程度。这一问题留待第23章再讨论。

联邦储备系统公布货币指标或公布国民生产总值指标会成为问题的另一个原因是,如果联邦储备系统把其指标定为货币增长率而不是名义国民生产总值,它就可以掩盖它所确定的收入水平对大多数人似乎是太低的事实,这样做是好还是坏呢?

实际国民生产总值指标

联邦储备系统可以不采用名义国民生产总值指标，而采用实际国民生产总值指标，即选择它认为与失业和通货膨胀目标相一致的实际国民生产总值水平。假定联邦储备系统能够正确估测与实际国民收入指标相关的通货膨胀率，那么它确定名义国民生产总值指标或是实际国民生产总值指标都是无关紧要的，因为按通货膨胀率调整后的名义国民生产总值指标显然就是实际国民生产总值指标。但是，如果联邦储备系统对通货膨胀的预测是错误的，那就很可能出现供给冲击，或者菲利浦斯曲线可能比联邦储备系统想象的更为陡峭。这时的价格上涨也会超过联邦储备系统的预期。如果联邦储备系统选择的是实际国民生产总值指标，并致力于这一指标的实现，那么它在抵消高通货膨胀上就无能为力了。相反，如果它选择了名义国民生产总值指标，它的政策就会既降低通货膨胀率，同时又减少实际国民生产总值。夸张一点地说，人们可能会认为，联邦储备系统以名义国民生产总值为指标，实际上等于告诉社会公众："如果你们提高价格，你们也将使失业率上升。"倘若它以实际国民生产总值为指标，又等于告诉公众："我们将保证一定水平的就业，而不管价格发生什么变化。"应当承认，这种看法是有点言过其实的。因为随着通货膨胀率的变化，联邦储备系统很可能会同时调整名义国民生产总值指标和实际国民生产总值指标。

当前（1986年5月），实际国民生产总值指标可能是联邦储备系统最为关注的指标。

基础货币

使用货币存量指标将比国民生产总值指标更容易对联邦储备系统进行监督。但是,即使以货币存量作为指标,仍无法进行准确的监督。因为,人们不能要求联邦储备系统对短期内的货币增长率变化负责。这就是某些经济学家赞成以基础货币作为指标的一个原因。它正是联邦储备系统能加以大力控制的一个变量。除此之外,这些经济学家相信,如果联邦储备系统设立一个基础货币指标,就可以比设立货币指标更为准确地控制名义国民生产总值。

从基础货币到货币存量,然后又从货币存量到收入的过程会产生两种误差。一种是根据基础货币估测货币存量的方程式中的误差,另一种是联结货币存货与收入的方程式中的误差。一些经济学家认为,在直接联结基础货币与收入的单一方程式中的误差与联结货币存量与收入方程式中的误差都是小的,甚至前者比后者更小。因此,如果把货币存量作为指标,则估测收入的总误差将会更大,因为那样我们还应加入由基础货币推测货币存量而引起的误差。然而,另一些经济学家则认为,分别运用从基础货币到货币和从货币到收入的估测方程式可以减少误差。遗憾的是,有关数据并没有明确表明哪一种方法更好。一些经济学家反对把基础货币直接与收入挂钩的一个原因是,大约有 70%的基础货币是通货。尽管我们可以较好地预测通货需求,但是我们并不真正理解为什么人们要持有那么多的通货。依赖不恰当理解的统计规则可能是危险的。

小　结

1.联邦储备系统行为的影响需要相当一段时间后才能显示出来。因此，联邦储备系统根据一系列中间指标变量来衡量其行为所产生的作用。

2.指标变量的选择是至关重要的一步。相应的标准是可度量性、可控制性以及与高层次目标的相关性。两个主要的指标是货币增长率和利率，但非金融借款人的总债务也可以视作一个指标。可控制性也是一个很棘手的问题。所谓相关性的规则是：如果IS曲线不稳定而LM曲线稳定，联邦储备系统应当采用货币存量指标；而在相反的情况下，则应当采用利率指标。

3.由于联邦储备系统不是直接控制各项指标变量，它要利用手段变量来实现其指标。两个最可能的主要手段变量是准备金（或基础货币）和短期利率。

4.一些经济学家赞成使用名义国民生产总值作为一个指标，这将使联邦储备系统具有更大的灵活性。另一些经济学家则坚持主张通过以基础货币作为指标来减少联邦储备系统的灵活性。

问题与练习

1.在何种意义上货币存量是一个良好的指标？利率又在何种意义上是一个良好的指标？

2.指标和手段的标准是什么？试用你自己的话加以解释。

3.请用你自己的话解释，当所观察的利率变动是由每单位美元收入的货币需求量变动引起时，为什么联邦储备系统应当采取利率指标？而当利率的变动是由收入的增加引起时，为什么联邦储备系统应当采取货币存量指标。

4.试论以名义收入作为指标的利与弊。

5.写一篇赞成或批评对货币需求变化进行调节的短文。

22

货币政策的影响

我们已经考察了联邦储备系统是如何改变货币存量和利率的。现在，我们来分析这些变量怎样以及在何种程度上影响名义国民生产总值和不同的经济部门。

货币政策的力量

从 30 年代到 50 年代末或 60 年代初，经济学家们普遍认为，货币政策对国民生产总值几乎没有什么影响。货币存量的变化大部分被相反方向的货币流通速度抵消掉。但是在今天，只有极少数人（如果有的话）怀疑过度的紧缩性政策会导致经济衰退或抑制经济复苏。对这一点的所有疑虑都集中于 80 年代初期的经历：扩张性货币政策是否能够在适当的时间真正

阻止一场十分严重的经济衰退，这方面的证据仍不明显。一些凯恩斯主义者（虽然并不是全部）认为，在严重的经济衰退时期，大量的公开市场购买业务是无济于事的。因为，较低的利率不能刺激正在明显下降的投资："你们不能只弹一根琴弦"。但这或许是少数派的观点。

传导过程

正像我们在第16章指出的那样，货币主义和凯恩斯主义关于货币如何影响经济的最重要分歧在于货币主义者没有详细地阐述它的传导过程，而凯恩斯主义者则作了详尽分析。因此，在我们详细叙述凯恩斯主义的观点之前，要先对归纳了货币主义者的传导过程观点的资产组合过程作些简单的讨论，而且这些观点也是凯恩斯主义者所完全接受的。

资产组合的均衡

每个人都有资产和负债的组合，并试图使其所有资产的（货币的加估算的）收益在边际上相等。现在，假设货币的数量增加，那么，至少有一些资产组合要包括更多的货币。这时，由于一些通常的原因，已知的边际效用下降，估算的货币收益也比以前减少了。因此，金融资产持有者现在会把货币转化为其他资产。他们要购置何种资产则取决于需求的交叉弹性，而后

者又取决于各资产之间的相似性。例如，货币和短期国库券极其相似，几乎可以互相替代（有较高的需求交叉弹性）。它们不仅是非常安全的资产，而且承担的风险种类也十分相似。它们都面临通货膨胀的风险，但不会遭受违约风险。同样，当利率上升时，它们的价值都不会有明显的下跌。因此，那些起初持有过多货币余额的人会把货币主要用于购买证券如短期国库券，从而导致利率下降。但是，那些出售国库券的人现在收到了过多的货币，他们又会主要再购买那些与短期国库券差别不是太大的资产，如商业票据和３年期的政府债券。然后，这些证券的出售者转而又购进其他资产。这样一来，对资产需求的增加最终会波及（从原则上说）经济中的所有资产，值至达到新的均衡，使所有资产的（货币的加估算的）收益再次相等。普通股票，进而公司价值，就是这样一种其价格以这种方式上升的资产。由于现有公司的价值超过了创办新公司的成本，投资就会产生。例如，假设创办一个新工厂需要１亿美元费用，而社会公众愿意支付１.１亿美元来购买正好拥有该工厂的一家公司的股票，那么，创办一个拥有这样一座工厂的新公司，或者在现有的公司里增加这样一座工厂，都是有利可图的。而且，随着诸如货币和债券等不同资产的收益的减少，耐用消费品的应计收益就会超过这些资产的收益，以致家庭购买更多的耐用品。同样，非耐用品的消费也可能增加。

凯恩斯学派的观点

凯恩斯主义关于传导过程的观点接受了上述内容，但加入了更为详尽的论证，而且他们是根据利率而不是根据与其

他资产相关的货币存量来系统地加以阐述的。根据他们的分析，在确定货币增长率的给定上升使收入增加多少时，有3个关系是至关重要的：一是流动性偏好（货币需求）曲线的斜率，该斜率确定了随着货币存量的增加，利率下降幅度的大小；二是投资边际效率曲线的斜率，它确定了投资随利率的下降而相应增加的数额；三是使投资与收入相关联的乘数。

货币市场的不完善的影响

我们在第12章中已经说明为什么利率的下降会促使企业厂商增加投资。当时的讨论假定有一个完善的资本市场，企业厂商可以在那里借到投资所需的任何资金。我们现在的分析将改变存在完善资本市场的假定，并要考虑利率的变动如何通过可获得资金的变动而影响投资。

第4章已经讨论了资本分配以及一些企业厂商为什么不能获得银行贷款的问题。现在，如果联邦储备系统的公开市场购买业务为银行提供了超额准备金，银行将愿意向一些潜在的顾客提供贷款，而这些原先未得到满足的借款人往往有一些自认为即使在原先高利率水平下也是值得投资的项目。既然现在利率下降了，他们就更渴望从事这些投资。

在过去，市场的不完善在货币政策影响居民住宅建筑方面也起了一定的作用。当时，随着利率上升，失媒现象减少了储蓄机构可发放的抵押贷款数量。现在，由于Q项规则的取消，这已不再是一个问题了。

最后，一些经济学家曾指出，他们相信属于制度的因素会明显地削弱货币政策的影响。这就是商业信用的存在。商业

信用是指这样一种信用:一个企业,比如一个批发商,向另一个企业,比如一个零售商,发送商品,并允许后者在未来,可能是30天或90天后付款。他们认为,如果企业对其顾客厂商提供更多的信用,那就至少会部分地抵消紧缩性政策的影响。然而,实证证据表明,至少就制造厂商来看,在联邦储备系统降低货币存量增长率时,商业信用并没有扩大。因此,商业信用不会阻碍货币政策发挥作用。

货币政策和股票价格

为了考察货币政策的变动是怎样影响股票价格的,我们先来讨论不必担心通货膨胀上升的一种情况。假设联邦储备系统实行了扩张性政策,以致货币增长率提高。这时,股票价格受到的影响可以概括为三种形式:第一种形式是社会公众现在所持有的资产组合中包括了更多的货币。由于他们以前的货币持有量处于均衡状态,现在既然持有了超额货币,他们就企图把一部分货币转换为其他资产,包括公司股票。另一种形式是考虑相应的收益。应当指出,随着人们得到更多的货币,货币的边际收益下降,从而使现时的股票收益低于预期的收益(已调整风险)。当大们购买股票时,股票价格就会上升,直至达到一种新的价格。在此基础上,1美元股票投资的预期收益(已调整风险)就不再高于持有1美元货币的边际收益。第三种形式是,股票的现值及其价格,等于按利率贴现的预期未来收入流量。货币数量的增加会使利率暂时下降,并提高股票预期未来收益的现值,从而也提高了股票的价格。

了解了这一点,我们是否就能够进入股票市场并从中赚

取利润呢？很遗憾，不能。问题在于，其他人也会得知这些信息。因此，当我们迅速通知自己的经纪人时，就会发现，已经有许多人也要购买股票，而打算出售股票的人则已要求提高价格。在股票市场上，任何人都知道的信息是毫无用处的。[①] 只有了解别人不知道的情况（正确的情况），才能从中获利。例如，假设你发现，联邦储备系统在每个月圆恰逢星期二的月份提高货币增长率，那么在其他人发现这一情况之前，你就可以及时地预测股票价格，并在其上涨之前购进。

但事情是更为复杂的，这里有一个通货膨胀问题。如果人们确切地认为，货币增长率的提高是通货膨胀的表现，那么股票的实际价格很可能不会上涨。事实上，人们在过去普遍认为，股票的价格将会下跌，然而这种观点现在已经受到怀疑。如果股票价格下跌，就会刺激投资，因为企业厂商可以花费更少的代价为既定的项目筹集资金。假设一个公司的价值为1000万美元，已经售出100万股股票，每股价值为10美元。为了扩大生产规模，该公司按10美元单价增售100万股新股票。假定原先的股东没有购买任何新股票，那么，他们现在仅仅拥有这家已扩大公司的一半股权。但是，假设在新股票出售之前，股票的价格已经从每股10美元上升到20美元，那么原来的股东只需放弃对这家已扩大公司的股权的三分之一而不

① 这是股票价格“随机走动”理论的一种涵义。要明确了解该理论的讨论情况，请参阅伯特·马尔基尔：《华尔街上的随机走动》，W.W.诺顿图书公司（纽约）1975年版；尼尔·伯克曼：《股票市场随机走动初探》，或《新英格兰经济评论》（波士顿联邦储备银行）1978年9—10月号，第32—50页，后者包括货币政策如何影响股票价格的一个正式模型。

是二分之一就能获得1000万美元。

正如我们在第12章指出的，货币政策不仅影响投资，同时也会影响消费。这一点很重要，因为，国内私人总投资仅占国民生产总值的15%，而消费者的购买几乎占国民生产总值的三分之二。因此，即使投资的利率弹性比消费的利率弹性高得多，货币政策的大部分影响可能仍然来自消费。

MPS 模型

现在，我们应当把这些不同的影响综合起来考察。一种方法是建立一个经济模型。尽管在这方面已有许多模型可供我们使用，我们仍要选择联邦储备系统的MPS模型（缩略词MPS代表麻省理工学院、宾夕法尼亚大学和社会科学研究理事会——后者为该模型的研究提供资金）。这一大型经济计量模型，虽然实质上属于凯恩斯主义，但比其他大多数模型都包括了更详尽的金融部门，因为它是为联邦储备系统进行预测而设计的，后者则把该模型的预测与判断性预测即由熟悉不同经济部门发展的专家们按非正式方式进行的预测结合起来。联邦储备系统还利用MPS模型来模拟它的政策对经济所产生的影响。例如，它可以用该模型预测当非借入准备金提高10亿美元时，收入将发生何种变化。

不能把MPS模型看作似乎是唯一的经济模型，其他一些模型同样也可以进行近似的预测，但它们赋予货币因素的权数不同，因而对货币政策产生的影响有不同的阐述。此外，MPS模型不断地被加以修正，而最新的修正结果并没有公开发表。我们在这里描述的模型已略为过时，所以，我们应当把

该模型看作是一个例解,而不是最后的结论。

在MPS模型中,货币政策以3种方式影响收入。一个渠道是通过财富效应。当利率提高时,债券和股票价格下跌,家庭感到变穷了,因而会相应地减少消费。这一财富效应在这个模型中十分重要。在某些时候,它可以大致说明以这一模式度量的货币政策的近一半直接影响(即排除了非直接的乘数和加速效应的影响)。第二个渠道是利率变化对资本需求的影响,即资本费用的渠道,这不仅适用于工业企业的厂房和设备,也适用于耐用消费品和私营部门或州和地方政府投资的居民住宅以及非住宅建筑。第三个效应,称为信贷可获性渠道,它通过信贷分配发挥作用;因为政策更加紧缩,更多的潜在借款人无法获得抵押贷款。

图22·1展示了有关货币政策第一轮影响的MPS模型结构流程图。由于它仅仅涉及第一轮影响,因而排除了各种反馈因素。如有关利率、消费、投资的货币政策对收入变化的影响。如果要包括这些因素,该结构流程图可能过于复杂。在该图中,我们先假设莫迪氏Aaa等级债券的利率提高,也就是最高等级公司债券所支付的利率提高。A部分表示了财富—消费的渠道,我们在第12章中已作过论述。这里唯一需要说明的是,该模型并没有局限于消费的变化,而是把消费的变化分解到主要构成项目上。因而该流程图也表示了利率提高对耐用消费品和非耐用消费品的分配比重的影响。B部分表示高利率对住宅抵押贷款资金可获性的影响,从而也表示对住宅建筑业的影响。这种失媒因素现在已大不如MPS模型建立时那么重要了。

C 部分表示莫迪氏 Aaa 等级债券利率提高的直接成本效应。由于债券和抵押贷款是放款人金融资产中的替代物，债券利率的提高也会造成抵押贷款利率的提高。借款成本的这种增加将降低住宅投资的利润率。这样一来，住宅建筑开工数和住宅建筑都要减少。

D 部分表示对工业企业的厂房、设备以及私人非住宅建筑的影响。债券和抵押贷款的收益上升将提高公司企业投资工业厂房所预期实现的收益，从而使它们愿意进行这些投资。

A
B
C
D
E

Aaa公司债券利率

股票市场收益
储蓄存款收益
抵押贷款利率
企业债券利率
州和地方政府债券利率

家庭财产净值中的产权价值
储蓄份额(SL+MSB)
单一家庭的住宅筹资成本
多家庭的住宅筹资成本
资本结构的成本
资本设备的成本

总消费
抵押贷款的分配变量
结构的均衡准租金
设备的均衡准租金
结构的资本期望产出率
设备的资本期望产出率

消费分配
单一家庭住宅开工数
多家庭住宅开工数
设备新订单

消费支出(非耐用品+服务)
消费支出(小汽车)
消费支出(其他耐用品)
住宅建筑支出
非住宅建筑支出
出口产品耐用设备
州和地方建筑

当这一比率（被称作均衡准地租）（equilibrium quasi-rent）提高时，期望的股本将减少，对设备的新订单也随之减少，投资亦下降。最后，如E部分所示，公司债券利率的提高导致州和地方政府债券利率的上升，从而会抑制州和地方政府的建筑工程。

图 22·1表明的模型版本不包括对存货投资的影响。该模型后来的版本已容纳了这一影响以及对消费的流动性影响。就长期而言,菲利浦斯曲线渐趋垂直。因此,MPS 模型显示了货币政策对总需求许多构成项目的影响。

图 22·2说明联邦资金利率提高对国民生产总值不同组

成部分的影响，以及对国民生产总值内含物价折算指数的影响。这一折算指数是通过蔡斯经济计量模型估计的。图22·3比较了各个不同模型反映的非借入准备金变化对国民生产总值的影响。它们之间的差别是相当大的。但是有些差别也反映了下述事实，即在一些模型中，非借入准备金的权数大于其他的模型。非借入准备金产生于经济周期的不同阶段，而这些模型对一些外生变量的行为作了不同的假设。

国际贸易影响

到此为止，我们仅仅论述了封闭型经济。但是，如果汇率是浮动的，那么货币政策还可能通过影响外汇汇率来调节收入。假定，美国采取了紧缩性政策，以致美国的利率暂时提高。由于其他国家的利率起初是稳定的，外国人渴望购买美国证券。但是，要购买美国证券，他们首先需要从外汇市场上购得美元。同时，由于美国利率较高，美国人对购买外国证券不感兴趣，他们对外国通货（购买外国证券所必须的）的需求也会减少。因此，外汇市场对美元的需求增大，对外国通货的需求则减少，从而导致美元升值。这样一来，外国人就会发现，就其本国货币而言，购买美国商品的费用增加了，因此他们只得减少购买。同样，就美元而言，外国的商品变便宜了（因为美元可以购得更多的英镑、联邦德国马克等等），美国的进口将随之

增加。由于上述两个原因，对美国生产的商品需求下降，这就会加大紧缩政策在抑制国内需求方面的作用。

至此，我们所讨论的都是传统观点。但在最近几年，出现了另一种新观点（称为货币主义国际收支理论）。这一观点强调货币的供给和需求，并且已获得发展。假定，联邦储备系统采取了紧缩性政策，货币增长率的下降导致了货币供给暂时小于货币需求，因此，美国人试图通过多向外国人出售商品和证券或少买外国商品和证券的办法来增加他们的货币持有量。[①] 但是，美国人持有美元的增加，只能是在外国人放弃他们所持有的美元的限度内，而来自这方面的数量是相当小的。然而，还有一个更为重要的（尽管是间接的）结果是，由于美国人对外国人出售更多而购进更少，外汇市场的外国通货供给增加，需求减少。这样，外国货币以美元表示的价格下降，即美元升值。随着美元相对其他货币的升值，以美元表示的国际贸易商品价格下跌，从而直接或间接降低了美国国内的商品价格，因为那些直接和进口商品竞争的生产厂商不得不降低其商品价格。这又转而对国内的其他竞争者造成压力，因为他们要和那些为对付外国进口商品而降低价格的厂商竞争。从最终意义来说，所有商品都必须互相竞争。此外，由于通货膨胀率随之下降，工人们也愿意接受名义工资的较低增长。所以，

① 当然，美国人不是有意识地决定增加对外国人的销售。实际上，美国人所考虑的只是设法增加销售，而不管它是出售给国内居民还是外国公民。但是，由于其他美国人也同样设法多销售，而不是买进，从总体上看，他们最终只是增加对外国公民的销售。

美元在外汇市场上升值，有助于联邦储备系统抑制通货膨胀。

然而，货币政策的另外一个国际金融影响会对此产生削弱作用。这就是，当美国利率上升时，外国人（以及那些原先准备购买外国证券的美国人）购买美国证券的增加起了平抑利率的作用，从而抵消联邦储备系统紧缩性政策对投资和消费的影响。但是，在一个可变动汇率的货币制度里，这种抵消作用是有限的。因为汇率会波动，外国人在购买以美元为面值而不是本国货币为面值的证券时，就承担了一定的风险，从而会限制资本的流入。这方面的问题留待第5篇进行讨论。

合 理 预 期

以上我们对货币政策影响经济的方式的描述过于机械了。现在，我们应该考虑这样一个事实，即人们不仅仅是对已经发生的事件作出反应，而且还会对他们预期将要发生的事件作出反应。如果我们考虑到预期因素，那么货币政策也可能以另一种方式影响价格以及名义收入。

假设在一个充分就业时期，联邦储备系统大幅度增加基础准备金。这不仅会降低利率并刺激支出，而且人们特别是那些信息灵通的决策者也会意识到将要发生什么事。他们预期总需求将增加。尤其是，由于经济运行已达到其可能达到的程

度，因此他们预期工资和价格会上涨。如果人们预期价格要上涨，那么，他们通过提前购买商品，或通过持有已购进的商品以待将来出售，或通过立即提高工资和价格，使自己免受损失，这些难道不是合理的吗？所以，基础货币增长率的提高会直接导致价格上涨，而在通货膨胀率很高且多变的时期，就当然更会引起人们去注意观察基础货币的增长率。其注意的程度，比之几乎或根本没有经历过通货膨胀的时候要大得多。

如果稍离开现实，我们可以从上述例子引出一个有趣的结论。假设，每个人都知道基础货币增加是通货膨胀的表现，所有的合同也都规定了定期调价的条款，并且法律和规章不禁止对通货膨胀迅速作出适应性变动（例如，税法允许完全指数化，而且所有在外流通的货币也都指数化）。如果这样，基础货币增长率提高将导致名义利率迅速上升，因为更高的通货膨胀率体现在通货升水上，而名义利率包含了通货升水。因此，无论投资和产出都不会提高，只是通货膨胀率对基础货币的更高增长率作出了直接和充分的反应。

应当承认，关于人们可以准确地预测基础货币增长率提高对价格的影响以及长期合同、税法都已指数化的假定是不合实际的。但这个例子确实提醒我们，必须关注货币政策影响预期的方式。例如，假设国会突然指令联邦储备系统把失业率稳定在3%，或使国库券利率降低到3%，这就会导致通货膨胀率迅速和大幅度上升，相反，如果国会指令联邦储备系统以价格稳定作为唯一目标，那么甚至在联邦储备系统采取任何行动之前，通货膨胀已开始下降。

潜在问题：关于货币的浮动利率

最近几年，随着金融管制的放松以及金融革新，已允许存款人根据公开市场利率的变动，而从他们的交易存款帐户获取外在的利率收入。这对于货币政策以及支出动机变化影响经济或许具有重要的作用。

假定，联邦储备系统降低了货币增长率，和以前一样，利率暂时地上升，但现在对货币支付的利率也提高了，因此把货币转换为证券的动机这时已减少。流动性偏好曲线（货币需求曲线）变得更陡，如同 LM 曲线那样。作为一种极端的例子，假设货币的利率精确地随公开市场利率而变动。如果这样，利率的上升就绝不会使货币持有量比以前减少，而这时的 LM 曲线是完全垂直的。但是，由于银行持有的准备金不会赚取利息，存款利率不能和证券利率一样按相同比率提高。因此，当利率提高时，存款人仍然具有把货币转换为证券的动机，以致 LM 曲线并非垂直。此外，至少迄今为止，银行支付给存款的利率对证券利率变动的反应是相当迟缓的，因此，上述的极端例子只有理论上的可能性。

随着 LM 曲线更陡，IS 曲线的移动导致收入的变动缩小。假设，政府的开支增加了，于是政府借款增加而利率上升，其结果使得私营部门的支出缩减。LM 曲线越陡，平衡货币市

场所需要的利率上升就越高，私营部门支出的削减也就越大。在 LM 曲线变成完全垂直的极端情况下，政府支出的增加就会使私营部门的支出同比例减少，而名义收入却保持不变。因此，货币浮动利率的支付使得收入相对于 IS 曲线的移动而趋于更加稳定；但是，相对于 LM 曲线的移动而言，则更不稳定。假设剑桥系数 K 提高，带来的利率上升又促使人们减少货币持有，从而部分地抵消了剑桥系数 K 的初始增长。但是，从货币利率也会提高的角度来看，这种抵消作用是微弱的。

货币浮动利率的支付还会产生一个也许是严重的转换问题。现在具有一种把某些资金作为可开列支票存款的动机，而这些资金本来可能会投资于其他资产。这些可开列支票存款的利率弹性和收益弹性与以前的存款弹性有很大差别。因此，货币的平均利率弹性和收益弹性都会变动。联邦储备系统可能得花一些时间找出这些新弹性，在此期间，其预测的准确程度随之下降。

分 配 效 应

总之，货币政策，至少是紧缩性政策，如果切实广泛实施的话，其强有力的作用是没有疑问的。但是，仅仅根据这一点还不足以把它作为主要的稳定手段加以运用。我们还应该考虑它的效率及副作用。如果，货币政策被证明过分不适当，或

者过度抑制了某种形式的社会需要的投资,那么我们也许需要采取一个既能削弱货币政策的作用,又能扩大财政政策或信贷分配(这一制度将在下面讨论)作用的混合型政策。否则的话,也许不如决定不要什么稳定政策。

标　准

很明显,为确定货币政策的影响是否分布适当,第一个步骤是要选择关于适当分布的标准。这里有两个主要的标准。

一是竞争性自由市场分配。顾名思义,贷款的价格(即利率)应当完全由市场来决定。不应当实行信贷分配或利用市场的力量。每个人都可以使用贷款直至其边际成本(利率)等于预期的边际收益。因此,当联邦储备系统减少货币的增长,且利率上升时,各个借款人就减少借款,直到他们每个人的资金边际效用提高到足以等于已提高的利率。所有人的活动同等地减少是不合情理的。打个比方,当一个家庭决定减少其开支时,它不会把假期旅游开支和饮食开支作同等的减少。如果我们认为对收入进行分配(在利率已提高之后)是不成问题的,并假设存在适当的竞争,而且没有任何不可补偿的外部事物,那么这个自由市场的标准就是适用的,没有必要去关注货币政策的分配效应。

另一个流行的标准是比例性,即紧缩性货币政策应该大致按相同的比例减少各个部门的借款和支出。这条标准在经济上没有任何正当理由,它似乎代表一个基本的道德观念,即损失应当平等分摊。然而,这一道德观念并没有明确的解释。它通常只被用于含蓄地阐明:紧缩性政策使某些杰出的部门

或集团付出了过高的代价。

无论采用什么标准,对货币政策的抱怨通常总是针对紧缩性政策而不是扩张性政策,因为前者会从人们那里抽走一部分实物。

受影响的部门

在 60 年代和 70 年代,人们普遍抱怨紧缩性政策对一些部门产生了过分苛刻的影响,其中的一个部门是总投资。一些经济学家认为,紧缩性货币政策明显地减少了投资,但是对消费的影响如果有的话也是微乎其微的。因此,通过实施紧缩性货币政策和扩张的财政政策,股本增长和生产率增长都下降了,如果实施抑制消费的紧缩性财政政策和刺激投资的扩张性货币政策,情况就会更好些。不过,就利率上升可减少消费和投资的范围而言,这个观点所提到的影响被低估了。

住宅建筑　有关货币政策分配效应的批评大多数集中于货币政策对住宅建筑的影响。人们一般都认为,这个部门对利率的上升十分敏感。

紧缩性货币政策对住宅建筑部门产生的严重影响是不难解释的。首先,住宅建筑通常表示相当长期的投资,因此与多数其他形式的投资相比,它对借款成本显得更为敏感。其次,以往的一些市场不完善因素也使得住宅建筑对利率上升特别敏感。一个不完善的因素是 Q 项规则的最高限额所带来的失媒现象。另外的因素包括:各州规定的高利贷上限使得抵押贷款无利可图以及联邦退伍军人管理局(VA)和联邦住房管理局(FHA)贷款利率限额的呆滞不动。

住宅建筑因属于长期投资而被削减，这从自由市场的标准来看是合理的。但如果考虑到上述其他因素的显著作用，则任何一条标准都不能说明建筑行业所处的困境是合理的。

由于许多人含蓄地反对自由市场标准，并且把住宅建筑看作是一种特别值得鼓励的投资形式，这个事实使问题变得严重化了。他们认为，住宅投资应超出自由市场本身所选择的界限，因而，紧缩性政策对住宅投资的削减应当受到指责。

此外，当利率上升时，不仅仅是新住宅的建筑商和购买者受到损害，那些打算购买或出售旧房屋的人同样也会受到损害。这是因为，在许多情况下，一幢房屋的出售者不可能把原有抵押贷款低成本所带来的内含资本收益让渡给购买者，而潜在的购买者则不得不寻求现有较高利率的抵押贷款。因此，旧房屋的销售会减少，从而阻碍有效的资源分配。这对抑制通货膨胀是毫无帮助的。

毫不奇怪，政府试图通过提供大量的抵押贷款资金改善利率上升对住宅建筑的影响。这些资金来自联邦机构或由政府资助的机构，如联邦国民抵押贷款协会（FNMA）。[①] 至于这是否真正有助于抵押贷款市场则又另当别论。政府资助的机构在公开市场上借款以筹集提供给抵押贷款市场的资金，但它们的借款却抬高了公开市场的利率。因此，一些研究材料认

---

① 关心住宅的一个原因是希望改善贫民窟的居住条件，尽管通过这个机构资助住宅建筑并不是实现这一目标的最佳方法。而且，人们普遍相信，拥有房屋似乎能使他们成为更好的公民，或者更重要的是，良好的住房条件不仅使它们的拥有者，而且可以使社会公众得到美的享受。

为，政府的这些援助活动是无用的。

小企业厂商 受紧缩性货币政策严重损害的另一个部门是小企业厂商，特别是新企业厂商。乍看起来，这似乎难以置信。因为，追求利润最大化的银行有着向那些承诺支付最大报酬率的企业提供贷款的动机，而不考虑这些企业规模的大小。但是，当大企业被一家银行拒绝时，它可以转向另一家银行借款或在公开市场上出售债券，而小企业常常没有这些选择。当然，对小企业厂商存在歧视的程度属于实证性判断，有关这个问题存在着大量的争论。

收入分配 最后，还有收入分配的问题。看来似乎很明显，紧缩性货币政策通过暂时提高实际利率，有利于富人而有损于穷人。但事实未必如此。随着总需求的膨胀，我们必须考虑，什么措施可以代替紧缩性政策。是提高对高收入阶层的税收，还是削减政府的福利项目？抑或是不采取任何措施，任凭通货膨胀加速？此外，穷人比富人倾向于持有更大比例的固定利率资产（尽管不一定是他们的收入），如银行存款。

利率上升的另一个分配效应是对资产购买者和出售者的影响。当利率提高时，出售长期债券的那些人承受了资本损失，这似乎是不平等的，因为他们可能没有在何时出售资产的选择。也许有人会说，就机会成本而言，持有资产而不出售资产的那些人也会遭受同样的损失。然而人们似乎都认为，实际遭受的损失比帐面的损失更糟糕。从这个意义上说，在利率上升时出售资产的那些人确实遭受了损失。

小　　结

1.我们可以通过资产组合平衡来描述传导过程。如果企业厂商和家庭收入了更多的货币,它们通过购买其他物品和资产使资产组合恢复均衡。

2.在凯恩斯主义的传导理论中,货币存量的增加将降低利率,而利率降低就是减少了借款成本,从而会增加投资。此外,利率还会影响消费。

3.联邦储备系统资助建立了一个详尽的经济计量模型,其流程图如图22·1所示。

4.利率变动会影响美元汇率,因此当利率下降时,出口增加,进口减少,从而加强扩张性政策的国内影响。

5.货币政策还会通过预期产生影响;在实际发生货币存量增加之前,工资和价格可能提高。

6.在决定是否利用货币政策作为一个稳定工具时,必须考虑它的分配效应。评价这些效应的一个标准是自由市场标准,它是在竞争型经济中的最佳分配。另一方面,比例性标准则指每个部门在紧缩政策下承受大致相同比例的缩减影响的最佳安排。

问题与练习

1.你是否认为货币政策在过去10年里对收入行为具有重大影响?为了回答这一问题,可以参阅《总统经济报告》中的有关数据,根据这些资料或其他数据,写出你的结论。

2.比较对照货币主义和凯恩斯主义关于货币政策影响收入的不同观点。试解释为什么这种影响在货币主义的观点里要比凯恩斯主义的观点里严重得多。

3.试描述扩张性货币政策提高消费的途径。

4.阐述货币政策在MPS模型中的影响。

5.“随着汇率的浮动,联邦储备系统抵制经济衰退的力量加强。”对此,试作一讨论。

6.假设你是建筑行业一家交易公司的总经理,请给报社写一封读者来信,根据紧缩性货币政策对建筑业的影响,表述你对该政策的反对。

7.另外写一封读者来信答复上一封信提出的问题。

附　录：

信贷分配

在实行信贷分配的制度里，某些部门的可获得贷款数额受到政府的限制。这增加了其他部门的可获得贷款数额且降低了利率。在美国（第二次世界大战期间、1948—1949年、1950—1952年和1980年）以及其他欧洲国家，特别是法国，偶尔都实行过这样的制度。[①] 信贷分配可以仅仅运用于一些特殊的场合，例如，当紧缩性货币政策暂时使利率提高时；也可以长期使用。

信贷分配机制有几种实施方式。一是禁止某些种类的贷款。例如，联邦储备系统在40年代的W项规则对耐用消费品的分期付款购买规定了最低的预付定金和最长期限。另一种

① 就较小范围而言，美国在其他时间也使用过信贷分配。例如，在发放某些允许贴现的贷款（但不是其他贷款）时，联邦储备系统试图影响银行发放的这些贷款的性质。它在另外一些时期则规定，扩大某种类型贷款的会员银行可以更容易向它借款。

不同的方式是对某些种类的贷款规定最高限额，这可以采取某种贷款人的全部贷款的最大增长率形式，或采取特定种类贷款的最高限额。例如，联邦储备系统可指示银行，工商业贷款的增加每年不得超过5%。除了采用最高限额外，也可以规定最低限额，如要求银行每年至少应增加10%的抵押贷款。或者，不仅规定严格的最低限额和最高限额，还可以鼓励银行和其他贷款人发放或压缩某些种类的贷款。例如，银行可以根据其法定准备金向联邦储备系统取得贷款，以发放一定比例的超额抵押贷款。或者，联邦储备系统对其他类型的贷款规定特殊的准备比率。例如，1980年3月，联邦储备系统对所有主要消费放款者的未清偿消费贷款增加额暂时提取了15%的准备金。从那以后，有关法律已经修订，从而联邦储备系统不再具有按这些方式分配信贷的权力。

信贷分配的理由有两种。一种认为，某些类型的投资有很大的外在利益，因而值得政府鼓励扶植。通过要求银行和其他放款人向这些部门提供更多的贷款，使得它们的借款成本降低，这样政府无需支付资金即可促进对这些部门的投资。另一种理由的根据是，紧缩货币的歧视效应非常严重，以致要由其他政策即信贷分配来抵消。不可否认，信贷分配能够部分地取消贷款流向最高出价人的市场机制，银行和其他放款人的信贷分配事实上已经起到了这样的作用。如果我们要实施信贷分配，就必须由政府来进行，因为政府能考虑社会效用，而不像银行家那样仅仅关心自己的利润。

但是，反对信贷分配也有令人信服的理由。政府关于信贷流向的决策是否优于私人市场的决策，仍然不十分清楚。在理

论上应该是这样。因为政府能够考虑私人市场所忽视的各种外在因素(尽管我们尚不知道信贷分配所考虑的那些外在因素是否都那么重要)。但在事实上,各种利益集团往往可以成功地为其信贷需求获取本来不应得到的优惠。所以,由于信贷分配,政治权力的分布可能会明显地决定信贷的发放。

更进一步地看,尽管信贷分配制度可能在短期内实施,但最终将变得无效。如果银行和其他金融中介机构被迫发放低息贷款,它们就会减少支付给存款人的利息,从而使存款人把存款转移到其他金融中介机构去。如果需要的话,新型的不受管制的金融中介机构又将应运而生。此外,借款人也会使信贷分配制度产生混淆。例如,一个准备购买住宅的家庭可以借到更多的抵押贷款,然后将省下的自有资金用于购买证券。从长期看,我们是无法通过控制金融中介机构的资产组合选择来控制信贷分配的。在50年代和60年代,英国曾大量运用对银行信贷的管制作为货币政策的一个工具,但是它发现,随着时间的推移以及非银行金融中介机构的增加,这一手段变得越来越无效了。

此外,信贷分配会降低金融体制的效率。新的金融机构之所以不断出现,仅仅是因为它们可以规避金融管制,而它们的效率要低于现有的金融机构。同时,由于中介机构的运行低于最佳水平也会降低其效率。如果金融中介机构无法把存款人的资金以最有利的方式进行投资,无论是存款人或最终借款人都不会有利用金融中介机构的动机,以致金融中介的某些利益随之丧失。总而言之,我们的经验表明,Q 项规则并没有使得金融制度显得特别的诱人。

23

反周期性货币政策能否成功

货币政策的旧式或传统职能是维护金（或银）本位制和防止金融恐慌。在20年代初期，凯恩斯主张运用货币政策使国内经济持续稳定。当时的激进建议自1929年后变成了一般性常识。但是，这个一般性常识现在却受到了一些经济学家的挑战。他们认为它是虚幻的期望，实施货币政策是为了试图稳定经济，但它却可能导致进一步的不稳定和通货膨胀。在这一章，我们将分析这些经济学家为什么持有这种观点，在第25章，我们再来考察他们的偏好选择，即保持货币增长率固定不变，而不考虑经济周期的阶段性。

有的人相信，试图以货币政策实现反周期运动实际上将进一步加剧经济波动和通货膨胀，这个观点是基于下述的1个或全部5个理由：第一，存在着选择正确指标的问题，这个问题我们已在第21章作过讨论。那里提到，当IS曲线移动时，如果联邦储备系统使用利率指标，就会加剧收入的波动。第二，反周期性或随意的货币政策之所以会增加这种波动是因为货币政策需要经历一段时期才会影响收入。因而，在经济

衰退时期,联邦储备系统可能会采取扩张性政策。但这一政策只是在经过一个较长时期后才能提高收入,而那时衰退已结束,从而又造成需求膨胀。第三,社会公众对联邦储备系统政策的反应也可能会引起不稳定。第四,由于政治上的压力,联邦储备系统可能奉行既扩张通货又不稳定的货币政策。第五,联邦储备系统可能缺乏稳定政策所需要的管理能力。我们在下面将依次地论述这些潜在问题,但不包括已经讨论过的指标问题。尽管我们讨论的问题仅仅涉及货币政策,财政政策同样也受到这些问题的困扰。

时滞问题

只有试图减少名义收入围绕本身趋势波动的政策才存在时滞问题。试图提高或降低名义收入的趋势的政策则不存在这个问题。但在讨论由时滞产生的问题之前,让我们先来看看时滞这个术语的涵义。应当指出,时滞不是指从政策改变之日到收入发生变化的特定时日的间隔。收入的所有变化并不都发生于一个特定的期间。有的收入变化来得快一些,但是需要更长的时期才能完全实现它的效应。这里,我们不想讨论从投入时点到产出时点的状况,而是要讨论“时滞的分配”问题。因此,与其说货币政策需要比如说 15 个月才能影响收入,毋宁说货币政策在 4 个月后实现 30%的效应,一年后达到 60%,两年后则 100%地实现它的效应。

如果货币政策对收入的效应是立即发生的,联邦储备系

统的任务就会大大简化。一旦意识到经济处于衰退时期，它可以很容易地采取扩张性政策。相反，如果需求太大，它就采取紧缩性政策，通过观察收入的当前水平，它可以确保其政策恰好足以使名义收入接近于正常水平。必须承认，现时收入的精确数据往往不能马上获得，这一事实会产生问题，但相对地说，这个问题是次要的。

遗憾的是，事情并不那么简单。一旦联邦储备系统改变货币政策，它对收入的主要影响常常要经过一段时期才能表现出来。当这些政策发挥作用时，经济状况或许已发生了变化，以致在衰退时期实施的扩张性政策，在收入已经太高时却提高收入；或者是前一个繁荣时期采取的紧缩性政策，在随后的衰退时期却继续降低收入。当联邦储备系统自己实施相反的新政策时，这一新政策的效应可能再次不合时宜。因此，我

们或许可以得到图 23·1 所表示的稳定器梦魇 (stabilizer's nightmare)。在该图中,货币政策增大了经济周期的波动幅度。这种可能性引起人们的极大关注,因为战后的经济周期已经缩短。在 1945—1982 年间,经济衰退持续期中值只有 11 个月,而经济高涨持续期中值却有 34 个月。

一个规范化的模型

米尔顿·弗里德曼建立了一个模型,突出概括了反周期性货币政策和财政政策适当时间选择的重要性。假定,总需求的趋势刚好适度,并且我们要把围绕这一趋势的收入波动降至最小,那么,度量这种波动的一个简便方法就是使用称为方差的统计尺度 (为获得方差,可计算每个观测值与均值的差,再分别平方,然后求出这些偏差平方的平均值)。由于方差含有离均差的平方,把方差的最小值视作稳定政策的目标就意味着,并不是要使总需求与理想水平的偏差最小,而是要使这些偏差的平方最小。因此,这又意味着我们对少数重大偏差的关注远超过对多数经常性小偏差的关注。[①] 另一个隐含于方

① 例如,可以比较两种政策。A 政策产生下列与均值的偏差:0,4,0;B 政策导致的各偏差是:2,2,1。如果评价标准是要使绝对偏差最小,那么 A 政策较优。但是,如果我们想使偏差的平方值最小,则 B 政策 (偏差平方和为 9) 更好。特别是,我们运用了所谓的二次效用函数,如 $U=f(P^2,U^2)$,其中 P 是实际通货膨胀率超过期望通货膨胀率的部分,U 是实际失业率超过充分就业率的部分 (由于通货膨胀和失业都会降低效用,f 表示一个负函数)。二次效用函数的这种应用涉及到价值判断,而这种价值判断并不是任何人都愿意接受的。

差的价值判断则意味着，收入超出1美元和短少1美元一样，都被看成是不合需要的。

同样，假定我们正是要使名义收入的方差降低到最小值，投资边际效率的变动等将引起收入的变动。我们用 σ_x^2 来表示由“私营部门”的波动所引起、而与政策因素无关的收入方差。那么，谋求稳定就是要造成收入的变化，用以抵消这些与政策无关的波动。由于总需求的平均水平是恰当的，那么这些政策诱发的变动有时是正值，有时是负值，且均值为零。我们可以把围绕这一零均值的方差称为 σ_y^2。收入的总方差则用 σ_z^2 来表示，它是收入的原有波动和政策诱发波动的双重结果。根据统计学的定理，我们得到：

$$\sigma_z^2 = \sigma_x^2 + \sigma_y^2 + 2R\sigma_x\sigma_y$$

式中 R 是收入的原有方差 σ_x^2 与稳定政策诱发方差 σ_y^2 之间的相关系数。[①]

将合成这两种方差的上述方程式应用于解决当前的问题，我们就可以看出收入的原有方差和政策诱发方差之间相

① 相关系数可以从回归方程式 $y = a + bx + u$ 得到最好的解释。在这个方程式中，a是常数，b是关于x对y产生效应的度量，u是随机分布的变量。运用这一方程需要选择a和b的值，使得x能够解释y的大部分方差，即要使u的平方最小。若 $u = 0$，则x和y就是完全相关的：这表明，由于已知常数a和b，我们只要给出x的值，就可以知道y的值。在这种场合，相关系数等于1（若b是负值，则等于－1）。现在，假定x与y根本不相关，例如，设x表示年龄，y表示驾驶执照号码的末位数：这时，就是知道x也根本无法预测y。所以，此例的相关系数为零。相关系数的平方表明x能够“解释”y的程度有多大。

关关系的重要性,即政策时间选择的重要性。如果政策的时间选择不当(即 R 是正值),就会在名义收入已经高过均值时,继续使名义收入增加,而当名义收入已经低于均值时,政策则会进一步削减名义收入。这时,我们就将面临稳定器梦魇。

如果这一明显的道理是上述方程式所表示的全部内容,我们就没有必要进一步加以介绍。但是,上述方程式还说明了另外两个不很明显的问题:其一,政策在时间选择上保持"中性"即恰恰选在不好不坏的中间时点是不够的。因为这样一来,则 $R=0$,从而方程式的最后一项消失,收入方差就等于 $\sigma_x^2+\sigma_y^2$;但 $\sigma_x^2+\sigma_y^2$ 当然要大于 σ_x^2。因此,如果联邦储备系统的政策的时间选择是在中间的时点,它仍会导致收入的不稳定。这就说明,稳定政策存在着可能实际上产生不稳定效应的真正危险。其二,通过代数演算,我们可以获得在 R 为不同值时,稳定政策对收入影响的最大效应值,这就是:$\sigma_y^2=R\sigma_x^2$ 因此,任何试图超过这一效应值的政策都会事与愿违。例如,假定联邦储备系统采取一个足以抵消所有收入波动的有力政策,即它要使 $\sigma_x=\sigma_y$。如果相关系数是-0.5,那么这样一个政策将根本无法成功地减小收入净波动。如果[①] 相关系数为-0.4,这个政策实际上反而会增加收入的波动。[②] 而过多之弊更甚于

① 如果 $\sigma_x^2=\sigma_y^2$,且 $R=1/2$(疑为$-1/2$,译者注),那么 $\sigma_x^2+\sigma_y^2+R\sigma_x\sigma_y$ 就简化为 σ_z^2,它等于没有实施稳定政策情况下收入的原有波动。如果相关系数为-0.5,那么政策能够减少收入方差的最大比例为 25%,任何更有力的政策的效应都会降低。

② 在这种情况下,收入方差是 $2\sigma_x^2-0.8\sigma_x^2=1.2\sigma_x^2$,这可以和未实施政策情况下的 σ_x^2 相比较。

无有。

因此，观察政策的这一方式有许多教益，它表明政策效应时间选择的重要性，因为这决定着 R。它告诫我们：⑴ 在时间选择上不能出现大的误差，以免导致不稳定；⑵ 我们必须谨防采取过于有力的政策。因此，为了减少名义收入的波动，联邦储备系统必须十分重视正确地预测未来的名义收入及其政策对名义收入的影响。然而，必须指出，所有这些仅仅适用于严格意义上的稳定性政策，即那种试图消除名义收入波动的政策。政策可能更关注收入平均水平的变化。例如，一个使失业率在 5%和 7%之间波动的政策无疑要比一个使失业率绝对稳定在 12%的政策好得多。

时滞产生的问题

如果货币政策能够立即对收入产生大部分的影响，那么"未来"收入的预测就不会给联邦储备系统带来什么问题。由于在一个短时期比如一个季度内，收入的变动相当小，因此，联邦储备系统可以应用收入的现时水平估测在增长趋势可能有微小变动的另一时期的收入。但是很明显，如果货币政策需要较长时间才能对收入产生影响，这一点就不可能做到。假定货币政策的大部分效应都要待到两年后才能产生，而在这两年内，经济很可能处于不同的周期阶段。因此，如果联邦储备系统根据现时收入来选择其政策，那么原有收入波动 (σ_x^2) 和政策诱发收入波动 (σ_y^2) 之间的相关系数很可能接近于零，从而货币政策将使经济不稳定。倘若货币政策有着一段较长的时滞，正像实证性数据已经表明的那样，那么联邦储备系统就

不得不运用收入预测。由于联邦储备系统所作的预测不可能不发生任何误差,这又给稳定政策的有效性加上了一种限制。

表明时滞长度重要性的另一个方面是联邦储备系统为抵消其政策失误所留有的余地。假设联邦储备系统预测收入将下降,因而采取扩张性政策,但现在的结果是,收入已大大高于期望的水平。如果时滞较短,联邦储备系统可以很快地自行修正,从而消除原先行为所产生的影响。但如果时滞很长,它就不可能做到这一点。[①]

还有第三个问题。为了有效地实施稳定性政策,联邦储备系统必须掌握R,即收入波动与政策之间的相关性。但是为了掌握R,联邦储备系统不仅必须知道未来收入,而且还要知道其政策在每一时期比如说每季度的影响,也就是货币政策影响的时滞分布状况,这是一个难解的经济计量问题,即使时滞是相当固定的。然而,如果时滞是高度易变的,问题就更为糟糕。假设,联邦储备系统官员告诉联邦公开市场委员会时滞平均为1年,但在三分之一的情况下,时滞只有3个月;而在另外三分之一的情况下,却是2年。在决定究竟采取扩张性政策

① 从原则上说,联邦储备系统能够采取纠正性政策来避免这一问题。该政策要比其试图抵消的原有政策更强有力。例如,在第一季度,货币政策仅仅对收入发挥了20%的效应,1年后,货币政策产生了其余80%的效应。如果联邦储备系统愿意采取一个比原先政策强4倍的抵消政策,那么它就能在1个季度内抵消1年前的货币政策行为。但是,这么大的政策改变是有代价的,特别是它们会导致利率的剧烈波动。还有这样一种可能性:一个通过更为有力的抵消政策持续地迅速抵消实施中政策的做法将导致政策变动规模的爆发性增大。然而,这种情况可能不会出现。

还是紧缩性政策时，联邦公开市场委员会不知道其政策目标到底应该是3个月、1年或是2年内实现预期收入水平。联邦公开市场委员会所必须考虑的，不是平均时滞，而是它所计划的特定行为的时滞。因此，只有在时滞接近这个平均值时，掌握平均时滞才是充分的。例如，如果联邦储备系统利用来自经济计量模型的平均时滞，那么即使该模型估测的平均时滞是正确的，也可能会使其政策在大多数情况下导致不稳定。然而，倘若联邦储备系统避开所有明确的预测，而把它的行动简单地基于现时收入水平上，情况就不会这样了。[①]

货币政策的效应过程中存在着重大时滞给联邦储备系统带来3个问题：它必须预测收入，即使仅仅说明收入将不会发生变动；它无法轻易或迅速地抵消过去的失误；它必须估测其政策在每一个时期的影响。

因此，为了评价联邦储备系统是否有足够可靠的信息作为有效稳定器，我们必须知道它对收入预测的准确性以及它对其政策在每一个时期影响的预测情况如何。由于联邦储备系统在近几年不公布它的预测资料，因此我们无法准确地了解这两方面情况。然而，早些时期的数据表明，联邦储备系统

表23.1 超前一年国民生产总值预测样本的平均绝对值误差
(1971年第2季度至1985年第1季度)

① 如果联邦储备系统完全基于现时收入制定其政策，那么会令人吃惊的是，时滞的可变性并不会有害。事实上，时滞越可变，政策稳定的可能性就越大。但我们尚不知道来自数学分析的这一奇怪结果的直观解释。参阅哈斯瓦尔·贝尼谢伊：《评价短期财政政策和货币政策的框架》，载于《货币、信用与银行杂志》第4期(1972年11月)，第779—810页。

	平均绝对误差(%)	平均绝对误差占平均年度变动的百分比
名义国民生产总值	2.1	23
实际国民生产总值	1.6	60
国民生产总值内含物价折算指数	1.4	21

注:平均绝对误差是通过个别误差的综合(不考虑其规格大小)并除以项目总数计算得出的。

〔资料来源〕 根据史蒂文·麦克切尼斯:《你要利用哪一种预测?》;波士顿联邦储备银行:《新英格兰经济评论》(1985年7—8月号),第37期;以及美国商业部的未公布数据。

的预测大体上和私营部门的预测相似。[①] 正如表23·1所示,私营部门预测记录的一个样本可以反映联邦储备系统对经济状况的预测情况。

时滞的实证性估测

为便利起见,把时滞分为两个部分。第一部分称为内时滞,指从需要采取行动的情况出现到联邦储备系统采取该行动之间的一段时间,它是一种分布型时滞,因为联邦储备系统不可能在一个时期内同时进行所有的行动。通常联邦储备系统是分若干步骤在几个月内实施其新的公开市场政策,因为它无法确定新政策是否真正适当,因此需要缓慢地推行。

---

① 参阅雷蒙德·隆巴拉和迈克尔·莫兰:《政策劝告和联邦储备系统的政策制定》载《有关公共政策的卡内基—罗契斯特专题讨论会文集》,第13期(1980年秋),第9—68页。

这种内时滞可以但并不一定是很短的;它取决于联邦储备系统不是等待情况实际发生变化而是根据预测自愿采取行动的程度,而且也取决于联邦储备系统是大步骤改变政策还是在一段时期内分许多小步骤来加以改变。因此,如果在经济衰退实际发生之前,联邦储备系统愿意进行大量的公开市场购买业务,内时滞将表现为负值。所以,内时滞取决于联邦储备系统本身,也就是取决于谁是联邦储备理事会主席。

另外还有一个外时滞。它指的是从联邦储备系统采取行动到收入发生变动的时滞分布。显然,货币存量增加和利率下降都不会立即提高收入。就投资而言,企业厂商必须作出投资决策,它们必须制定计划,进行订购,等等。就消费而言,在消费信贷的利率下降以及家庭相应增加它们的货币持有量或由低利率导致证券价格提高之前都要经过一段时间。

外时滞较为客观,它比内时滞相对地不易受联邦储备系统的控制。许多经济学家试图对它作出估测。有些使用了经济计量模型,并得出如我们在图22·3中所表示的结果。其他一些经济学家则把收入回归于货币,或者度量从货币增长率转折点到经济周期转折点之间的时滞。有些经济学家测算企业厂商需要多少时间来进行投资,而另外一些人(如第13章分析那样)则着眼于货币增长率改变之后,利率回复原先水平所需要的时间长度。遗憾的是,他们很少取得一致的结论,尽管大多数(但不是全部)的研究都表明货币政策至少需两个季度的时间才能达到其最终效应的一半。此外,大型计量模型通常显示出较长的时滞,因而估测值的范围很大。这些模型显示出较长时滞的一个原因是,大多数模型他用了期限结构方程

式，该方程表明，长期利率对联邦储备系统所造成的短期利率变化的适应是非常缓慢的。所有这些方法都受到一些批评，其结论莫衷一是的情况表明，我们不应过于自信我们对货币政策效应时滞的认识。此外，虽然关于货币政策时滞随不同情况而异的实证性研究极少，但可获得的有限资料均表明时滞是高度可变的。如果这一结论正确，就很令人困扰了。

政策工具：进一步的考虑

现在，我们应回到货币政策工具的讨论上来，并且要分析我们在前面无法讨论的一个复杂问题。假定有一系列的工具可以运用，如公开市场买卖业务，改变贴现率和改变法定准备比率；或者财政政策与货币政策两者都很强，足以使收入的变化达到需要的数额。那么应该采取哪一个工具呢？一个可能的答案是，采取最有力的工具。但是，经过一番思考就会发现，除非过多或过于频繁地使用一个工具会付出代价，否则就没有理由选择最有力的政策工具。我们应该使用可预测性最强的工具，而不是仅看它所发挥的力量。而且，几个工具同时并用总是更好的。其原因是，如果这些工具的方差不完全相关，那么达到平均值的过程将表明，几个政策工具结合起来的效应方差就会小于任何单一政策工具的效应方差。应该使用哪些工具的准确配方，取决于这些工具的有关方差以及各方差之间的相关系数。

合理预期和市场清算

以芝加哥大学的罗伯特·卢卡斯和明尼苏达大学的托马斯·萨金特与尼尔·华莱士为代表的一些经济学家，对稳定性政策提出了致命的批评。他们接受了本书第13章讨论过的合理预期理论，并相信企业厂商会根据它们所获得的信息充分、迅速地调整工资和价格。基于这两个假设，他们宣称稳定政策是无效的和不必要的。他们认为，假定总需求下降，而每个人都认识到这一点，那么企业厂商就会削减它们的工资和价格。这样，实际货币数量增加，利率随之下降，直到产出回到原先的水平。所以并不需要使用凯恩斯的救世灵丹，用货币政策或财政政策来抵消总需求的任何已知的下降。现在，假定总需求下降，但没有任何人知道这种情况业已发生，企业厂商不会立即削减工资和价格，因而产出和就业也会下降一段时间。但是，这种情况并没有给稳定性政策留有任何余地，如果没有人知道总需求已经下降，政府也不可能意识到它现在应当采取扩张性政策。最后，假定政府知道总需求已下降，但社会公众对此却一无所知，那么政府可以径直把这一信息公布于众，而不是着手采取扩张性政策。

大多数经济学家反对这种假设，即所谓工资与价格具有足够的弹性从而能支持上述的极端化合理预期观点。例如，他

们指出，即使在严重的经济衰退时期，工资和价格也只是略有下降。因此，失业的出现要经过很长一段时期。

稳定性政策的影响

如果合理预期理论是正确的，而且倘若工资和价格可以很快地调整，那么反周期性政策不仅是不利的，而且还是有害的。因为它会导致通货膨胀。为了分析其原因，我们不妨先来考察在合理预期和高就业情况下的经济。政府现在实施长期的扩张性政策。传统的经验是，企业厂商对其产品总需求增长作出的反应是首先提高产出，经过一段时滞后再提高价格。这主要是因为，企业厂商不知道需求的增长是长期性的还是临时性的，它们要避免价格的经常变动。但是，从合理预期理论来看，这个结果是错误的，因为企业家们会阅读报纸，在这一例子里，当需求增加时，他们会认识到这是由于扩张性政策所致，并且更高的需求将会持续下去，因此他们要立即提高价格，而不是增加产出。

这个例子仅提到政府于高就业时期提高总需求，它并不是说明稳定性政策的适当例子。因此，我们现在假设政府不仅在经济衰退时期提高总需求，而是始终一贯地这样做。那么当经济衰退出现时，企业厂商知道政府将会增加总需求，所以它们提高了产品的价格。或者更确切地说，它们没有采取在经济衰退时期本来应该采取的行动—— 降低价格。

例如，假定政府宣布，每当失业率超过比如说 6%时，它将提高 3%的货币增长率。这时，企业和工会都会把超过 6%的失业率作为它们提高工资和价格的信号。更进一步地看，合

理预期理论家们认为，货币增长率的预期增长只能提高价格，甚至不可能暂时地增加产出。产出只会针对货币增长率的非预期提高才会暂时地增加。所以，联邦储备系统能够提高产出和就业的唯一途径是它能够实行非预期的扩张性货币政策。但是，社会公众迟早会理解任何连贯的联邦储备系统政策，而且，即使联邦储备系统可以较长期地蒙蔽社会公众，它要这么做的原因也是很不清楚的，因为这会导致人们做出错误的决定。

关于这个理论存在着激烈的争论，尽管实证性证据最初支持这一理论，但在近来的实证性测试中，从总体上看，其运行结果是不利的。

虽然合理预期理论（如果是正确的）排除了大多数关于稳定性政策的争论，它们确实增进了一种稳定性政策的功效，这就是通过削减总需求来阻止通货膨胀的政策。通常的情况是，如果紧缩性货币政策或财政政策能够削减总需求，那么最初结果将是产出的大幅度下降，而不是通货膨胀下降。企业厂商都不会意识到政府真心想要阻止通货膨胀，它们仍然预期会有进一步的通货膨胀，因而提高工资和价格。只有在高失业率持续很长一段时间后，通货膨胀才会有明显下降。合理预期理论认为这样一段高失业率时期是不必要的；政府应该作出一些惹人注目的姿态，使社会公众知道它将真正有效地削减总需求，以降低通货膨胀率。如果是这样的话，工资和价格就会相当迅速地作出调整。

然而，不管人们是否接受它的极端形式，合理预期理论仍有一个重要的教训：如果联邦储备系统采取紧缩性政策并打

算坚持这一政策，那么就应该告知社会公众。总的来说，我们不一定完全接受合理预期理论以得出结论：预期是至关重要的，并且货币政策将根据相应的预期而产生不同效应。例如，货币存量变动影响收入的某些时滞变化或许应归结于社会公众对未来情况的不同认识。

预测政策的效应

合理预期方法对政策还有一个重要的涵义，这就是，政策可能无意地改变社会公众对事件作出反应的方式。例如，在衰退时期采取减少个人所得税的新政策，而在随后的高涨时期再加以提高。为了确定削减税收的幅度，经济学家可能根据过去的消费和可支配收入数据来计算边际消费倾向，或者他们会观察以往每次税收削减时的消费变化。但是，他们也许会感到失望。当削减所得税现在作为一个反周期性政策时，社会公众可能微乎其微地增加他们的消费。这是因为他们知道，与过去不同，从现在起所得税将随着经济高涨再次被提高。由于社会公众把消费建立在长期的可支配收入的基础上，他们现在对税收削减所作出的反应与过去大相径庭了。

所以，新政策的实施已经过时，并且使来自过去经验的信息变得不适用。这意味着，利用由经济计量模型、回归方程式和经济历史概况提供的信息来预测可能改变人们预期的任何政策效应都是危险的。因此，合理预期理论家们认为，我们对经济政策所产生的效应了解太少，从而稳定性政策能否成功也就成为疑问。

政治问题和管理问题

不同政策面临的困难不仅仅是由长期可变的时滞以及合理预期所产生的技术问题，政治困难同样也会阻碍政策的有效性。经济政策依据的政治假设是，全体选民知道什么东西对他们最有利，而且管理政府的技术专家将执行能够实现这些目标的政策。这显然是理想化了。问题不在于它能否精确反映现实状况，而在于它是否足够接近现实状况，从而使稳定性政策能够取得利大于弊的效果。虽然经济学家一般都设想情况确实如此，但某些经济学家，特别是货币主义者却对之提出挑战。遗憾的是，这种讨论还处于刚刚起步阶段，因此我们只能对问题作一些表面性的概括。

在由社会公众决定其期望目标的过程中，会出现一些差错，而政府的技术专家却随之加以推行。这些差错是：第一，社会公众可能不知道什么对他们是最好的；第二，特殊利益集团可能会取代大多数人的愿望；第三，大多数人可能压制少数人的合法利益；第四，官僚机构可能更关心自身的利益，而不是社会公众的利益。

有时，社会公众会误解货币政策目标中的自身利益，而这些目标正是他们选举产生的代表间接制定的。这并不意味着社会公众是不明智的，而只不过表明，他们中的每个人对货币

政策的影响都是微乎其微的，以致他或她不值得为此而花费任何时间。因而，社会公众有时会支持那些有明显错误的政策，特别是，他们可能很快就遗忘掉近期的经济政策。这将助长我们在第 7 章中已讨论过的政治经济周期的危险。在美国事实上是否出现过这种情况，还是一个有争论的问题。

特殊利益集团可能对货币政策施加过度影响。长期以来，人民党成员认为，银行迫使联邦储备系统采取紧缩性政策，以便提高利率。但是，联邦储备系统还受到来自要求实施扩张性政策的集团，特别是拥有强大政治力量的住宅建筑行业和储蓄行业的压力，[①] 我们可以预料这些行业直接或通过国会对联邦储备系统施加压力，或者通过煽动社会舆论迫使联邦储备系统采取扩张性政策，从而延缓名义利率的大幅度提高。实施过度扩张政策的代价被分散于整个经济，而它的短期利益却是相当集中的；因此，那些可以从中得利的集团就会联合起来对联邦储备系统施加压力，那些受损失的人则不会这样做。

此外，还有一个时间不一致问题。联邦储备系统喜欢产出高过现有水平。即使在失业较低的时候也是如此，因为政府的某些政策，如所得税，削弱了工作动机。因此，人们的工作要低于社会观点认为的最佳水平。假设，联邦储备系统已经使人们相信它将抑制通货膨胀，随后它就可以做下列工作：提高货币增长率，因而产出首先提高。一旦人们认识到联邦储备系统已

① 住宅建筑业之所以这样强大，是因为在每个国会议员区都有大量的承包商和建筑工人，而该行业又与具有影响力的储蓄业结成了联盟。它的一部分权力来自社会公众对于鼓励住宅建筑的情感性偏好。

自食其言，且通货膨胀比过去更高时，通货膨胀的预期就提高，产出则再次下降。现在，在任何一个失业水平上，都有一个过高的通货膨胀率，除非联邦储备系统能够说服人们，它不允许更高的通货膨胀率继续发展。在这种情况下，联邦储备系统每时每刻都要向公众许诺，但随后都不能兑现。

再则，正如第7章所指出，联邦储备系统还有它自身的官僚机构利益。不论正确与否，一些经济学家认为，联邦储备系统有时会把这一利益置于社会公众利益之上。卡尔·布鲁纳写道，我们不应当指望一个中央银行

> 利用精明地制定的稳定性政策，自然地追求可实现的最佳社会利益。……政策的一个积极性概念……是为根据货币当局及其官僚机构的利益，或者是其他机构及现存的中央政府组成的政治联盟的利益……的行为提供优越的机会。[①]

里士满联邦储备银行的罗伯特·赫策尔认为，政治压力和联邦储备系统为维护自身自主权之间相互作用的某些方式，可能会降低货币政策的质量。他的分析是基于凯恩早先关于国会利用联邦储备系统作为替罪羊的结论。当联邦储备系统实施不受欢迎然而是需要的政策时，国会将从强烈的抱怨中获得政治利益。但是，由于它允许联邦储备系统继续实施这些政策，它必须自己采取这些不受欢迎的政策的情况便被避免了。赫策尔认为，国会只愿意在一定的界限内玩弄这种把戏。如果联邦储备系统的政策过于不得人心，国会就要减少联

① 卡尔·布鲁纳：《反货币行动主义实例》，《劳埃德银行评论》第139期(1931年1月)，第19页。

邦储备系统的自主权。由于联邦储备系统珍惜它的自主权，它就会采取各种措施来保护这种自主权。一个方法是，它不使用始终一致的分析框架，因为这样一个框架很可能要指明带有太大政治风险的政策。因此，它按照几乎不重视经济分析的不完善方式来制定政策。

> 政策的演进基于下述假设，即一个最理想的长期政策来自一系列互相联结的政策行为，而其中的每一个政策行为在短期内均表现为最理想的。只要长期目标限制这些政策行为，那就不能采取系统的步骤。①

此外，联邦储备系统避免选择明确的目标。它越是表明自己的优先顺序，就越难使不同利益集团相信它们的利益已得到足够的重视。再进一步，赫策尔还指出，联邦储备系统是通过采取那些似乎涉及现状的政策，也就是说，它是通过注重现时的国民生产总值而不是未来的国民生产总值，从而得到支持的。

阻碍货币政策有效性的其他一些问题是，当面临重大的不确定性时，联邦公开市场委员会可能不愿意迅速及时地作出调整。假定，在似乎需要采用紧缩性政策的情况下，联邦公开市场委员会知道这种政策会导致失业并且带来很大的损失。那么它可能倾向于推迟采取紧缩性政策，直到这一政策的需要变得非常明朗化。不难想象，当人们知道所采取的政策导致了大量失业，而且又被证明是不必要的时候，他们会有怎样

① 参阅罗伯特·赫策尔：《货币政策的制定》(未发表的手稿)，1983年6月，第15页。

的感觉。但是，当实施紧缩性政策的必要性变得明朗化时，可能为时太晚了。[①]

小　结

1.货币政策对收入的影响有着时滞的分布。因此，它的时间选择可能会不恰当，并导致不稳定。这取决于政策和收入原有波动之间的相关关系以及政策的力量。

2.时滞的存在导致了一系列问题。联邦储备系统必须预测收入，而且它必须预测政策的力量及其时滞分布。此外，时滞阻碍了联邦储备系统迅速抵消它所犯的错误。

3.联邦储备系统不一定要采用量强有力的工具，而应采用那些最具有预测效应的工具。一般地说，它最好同时使用一系列工具。

4.合理预期方法给联邦储备系统造成另一个潜在问题，根据合理预期理论，只有在政府比社会公众拥有更多的信息，或者在政策对经济的影响先于公众行动的情况下，稳定性政

① 另一个可能性是，改变政策的迟缓性来自制定政策的方式。由于联邦公开市场委员会的投票必须公布，它就要在社会公众面前表现出一致或基本一致，以便保护自己。但是，等到持怀疑态度的人确信政策需要改变时，可能已经过很长时间。参阅罗伯特·夏皮罗：《政治和联邦储备系统》，《社会公众利益杂志》第66期（1982年冬季），第119—139页。

策才是有效的。这就产生了问题:工资是不易变动,还是由于信息有限而迟迟地作出反应。

5.合理预期理论还认为,如果联邦储备系统通过可预测的扩张性政策对经济衰退作出反应,那么这个政策将只能对价格而不是对产出产生影响。但是,有关这个问题的争论很多。合理预期理论也暗示,如果政府改变其政策,则经济也会变动,从而政策(建立在过去数据上的政策)不再是有效的。6.联邦储备系统不是在真空世界中制定政策,政治压力会冲击它,并且使它偏离正确的政策。管理问题,诸如关心自身的利益和自主权利、缺乏明确的框架以及过分强调现状,都可能阻碍政策的有效性。但有关这方面的问题人们了解得很少。

问题与练习

1.“货币政策问题,并不如过去所想象的那样是个非常简单的问题,相反,它是一个非常复杂的问题。”试加以解释。

2.解释为什么当 σ_x^2 和 σ_y^2 之间相关系数是零或正值时,货币政策会导致不稳定。

3.讨论货币政策效应的时滞给联邦储备系统带来的问题。

4.为什么可变的时滞会比固定的时滞带来更多的问题?造成时滞变动的因素是什么?

5.阅读一篇试图度量时滞的实证研究文章,并写出评论。

6.用你自己的话解释合理预期理论对稳定性政策的批评。

7.“如果预期是合理的,扩张性货币政策只会提高价格而不会增加产出”,试加以讨论。

8.有时使用辨误模型是否比使用合理预期方法更为适当?如果是这样,要有什么条件?你怎样形成自己的预期?

9.什么是阻碍稳定政策有效性的政治问题?它们是否既适用于货币政策,也适用于财政政策?

24

货币政策的沿革

我们已经考察了货币政策的指导原则，现在应该来看看联邦储备系统是如何实施货币政策的。我们不想用同等强调各个时期这种似乎“平衡”的方式来讨论货币政策，而是把重点置于特定的事件，以便观察联邦储备系统怎样处理某些重要的问题。我们的侧重点是评估货币政策的有效性，并且考察联邦储备系统从过去的经历中得到什么经验教训，而不是注重孤立的个别事实。

初期阶段

1913 年，在联邦储备系统成立时，它的一个主要目标，或许唯一的主要目标，是维护金本位制。这个目标在当时一般被

认为是稳定货币的基础。我们将在第5篇讨论金本位制,这里只须指出,在金本位的"博弈规则"下,联邦储备系统应当根据国家的黄金储备来决定货币的数量。黄金的流入要增加货币数量,而黄金的流出则减少货币数量。

虽然联邦储备系统也信奉数量论,但它的第二个指导思想是真实票据主义(real-bill doctrine)。从这个已被放弃的理论来看,问题在于货币的质量而不在于货币的数量;只要存款创造来自短期自行清偿的贷款,而这种贷款是为实际业务活动(即不是财务活动)提供资金融通,那么存款创造就不可能是通货膨胀性的。[①] 会员银行只能通过再贴现合格票据——即它们已对顾客贴现并符合真实票据主义要求的期票,向联邦储备系统借款,或者通过贴现以政府短期债券为担保的自己的票据向联邦储备系统借款。该理论认为。这样可以提供一个"有弹性"的货币,从而产实际交易增加引起货币需求增长时,允许货币供给扩大。这时,会员银行可以为其顾客贴现更多的合格票据,并且能够把这些合格的票据拿到联邦储备系统进行再贴现,这就是联邦储备系统经常奉行的融通政策的一个明显例子。

另一个指导思想是必须防止金融恐慌。人们普遍认为,经济衰退是金融恐慌的结果,而金融恐慌又来自过度的投机。因

① 该观点认为,一笔为短期生产活动融资的贷款将会按其扩大需求的比例增加产出。而且,由于供给和需求的等量增加,因而价格保持不变。这个观点是不能成立的。因为一部份产出价值的增加可能是由于价格提高所致。按照真实票据主义,联邦储备系统是在为加剧的通货膨胀融通资金。

此,联邦储备系统的一个任务在于限制投机。此外,提供一种有弹性的通货也有助于防止金融恐慌,因为它可以防止银行出现通货流失。再则,还可以通过联邦储备系统对会员银行的监督,以及把会员银行的准备金集中于联邦储备银行来减少银行倒闭和随之而来的金融恐慌。大量的法规使集中的准备金比每一家银行各自保留准备金更能有效地防止银行倒闭。

联邦储备系统的进一步目标是,消除或者至少是减少1914年前曾出现过的季节性利率明显波动,以及避免或减少银根紧缩和金融恐慌所产生的利率急剧上升。

总之,联邦储备系统的最初目标似乎是适应1913年那些小城镇商人需要的目标,而不是像经济学家现在为中央银行所设想的目标。充分就业在当时尚未被"发明",甚至还没有失业的统计资料。虽然在本世纪20年代,国会曾经打算给联邦储备法增加一个稳定价格目标,这些企图都失败了。然而,尽管我们现在向联邦储备系统提出了其他的目标,那些在1913年提出的目标并没有完全消失。现在,我们不再实行金本位制,但联邦储备系统仍由制定适当的美元汇率作为其目标之一。联邦储备系统仍然反对过度的投机—— 对投机的厌恶感是一个清教徒式的观念,但在60年代的骚扰中未受到挑战。联邦储备系统仍然极为关注利率的波动,甚至真实票据主义也偶尔存在于它要求银行避免"非生产性"贷款的劝告中。在早期,联邦储备系统几乎没有机会重视这些目标。因为它刚成立不久,第一次世界大战就爆发了。交战国增加在美国的购买,导致黄金大量流入。联邦储备系统无法控制黄金流入对银行准备金的影响,因为它没有足够的证券可以出售,而公开市

场业务尚未出现。

1917年4月,美国加入了战争。据说在每次战争中,真理是第一个受害者。我们认为,对金融的良好信念可以算是第二个受害者。在战争时期,联邦储备系统变成了财政部的附属机构。它的政策受到财政部筹措资金目标的支配,由于三分之二的政府战争开支是来自借款,财政部企图按低于市场的利率来借款,并且依靠爱国呼吁出售其债券。而为了提供物质刺激,私人可以从银行借款去购买政府债券,借款的利率等于他们从债券上所能得到的利率,即没有净利息成本。银行则可以凭财政部担保的票据向联邦储备银行借款,其利率低于银行从这些政府证券中可获得的盈利,以便银行具有借款的动机。所有这些措施都带有高度通货膨胀的性质。由于战后继续实行这样的政策,终于导致了通货膨胀。在1919年3月到1920年1月的战后时期,批发价格指数上升了50%,而国民生产总值内含物价折算指数增加了10%。

虽然联邦储备系统关注通货膨胀。但在1919年之前,它多少还是愿意奉行财政部的通货膨胀政策。到了1920年1月,它把适用于商业票据借款的贴现率从4.25%提高到6%。这是贴现率迄当时为止所发生的最剧烈上升。1920年6月,该贴现率又提高为7%,尽管处于经济衰退时期,这个利率仍然持续到1921年的5月。

1920年1月,联邦储备系统开始转向实施高度紧缩性政策,此时正好是经济周期高峰上的转折点。随后开始较温和的经济衰退,转而又进入美国历史上的最严重经济衰退。虽然,这次衰退的时间较短,但由于价格暴跌,实际国民生产总值下

降了 12%，名义国民生产总值则下降 31%。很明显，不能指责联邦储备系统引起经济衰退，因为在紧缩政策执行之前，经济衰退已经开始了。然而，人们可以责备联邦储备系统促使局势更加恶化。它不顾严重经济衰退，继续执行紧缩政策。这很难博得称赞。

这次失误的原因是什么？一是联邦储备系统关心通货膨胀。二是联邦储备系统的黄金持有量对通货和已开出存款的比率下降（当时法律规定了最低比率）。但是，这与其说是主要原因，不如说是社会公众对政策的评判，因为联邦储备系统有权停止执行这一法定准备比率。实际上，主要的原因很可能在于联邦储备系统应用了不恰当的货币理论依据，因此，它没有认识到，一旦高利率在中止经济高涨方面取得成功，就应当加以降低，以缓解随之而来的经济衰退；而不应保持在继续施加紧缩通货压力的高水平上。特别是，当暴跌的价格使预期实际利率相对既定的名义利率大幅度提高时，更应该这样做。

再则，联邦储备系统坚持了有害的真实票据主义，它根据这一理论，希望消除由于战时对政府担保票据的贴现所引起的货币创造；它还企图减少银行由于大量持有债券而导致的过度流动性。此外，联邦储备系统相信，紧缩通货有助于抵消原先的通货膨胀，它担心一个宽松的货币政策会导致过度的投机。总而言之，联邦储备系统并不认为它应该着限于周期性因素和货币需求的长期增长来控制货币存量。相反地，它把自己的职能看成只是根据季节性基础或在潜在金融恐慌时期，暂时地增加银行准备金以稳定利率。

20年代的其他事件

在20年代,联邦储备系统的政策受到了一系列因素的影响:一是金本位制,然而关于它在决定联邦储备系统政策过程中究竟有多大作用还存在着相当大的争论。欧洲各国,特别是英国正试图恢复金本位制。为了保证英国能有足够恢复金本位制的黄金,联邦储备系统希望降低纽约的利率,以便使黄金不会从伦敦流向纽约。后来,联邦储备系统又关注相反的问题,即必须防止黄金流出导致美国金本位制的崩溃。与此同时,联邦储备系统还关注国内的局势,特别是它也开始强调贷款数置而不是是关心贷款的质量。当时,它已经考虑到反周期性货币政策,并且开始注意价格和产出水平。

1928—1929年,股票市场的大繁荣使联邦储备系统(当时,它没有权力制定法定保证金)陷入了困境。它想要提高贴现率以阻止股票市场的兴旺。但是,这样又会提高工商业贷款的利率,而不能适应当时的工商业状况。此外,提高贴现率将刺激黄金从伦敦流向纽约,这又会损害英国的稳定政策。所以,联邦储备系统决定间接地施加压力,即对银行进行道义劝告和拒绝向那些为证券购买发放过多贷款的银行提供贴现。最后,到1929年8月,贴现率被提高了,但是,那时的股票市场非常兴旺,以致贷款价格的相对较小提高仍然无法遏制它

的繁荣，相反却阻碍了正常的工商业借款。如果联邦储备系统更早地提高贴现率，那么它就可能在股票市场汇集成强盛的潮流之前，成功地加以阻止。

大萧条时期

理解大萧条不仅对评价联邦储备系统的沿革很重要，而

表 24.1 1929—1941 年的失业、价格和货币

年份	失业占非农业就业人数的比重	国民生产总值内含物价折算指数(1958 年=100)	人均名义货币存量占 1929 年水平的比重[a]
1929	5.3%	50.6	100.0%
1930	14.2	49.3	95.6
1931	25.2	44.8	89.5
1932	36.3	40.2	76.2
1933	37.6	39.3	71.2
1934	32.6	42.2	77.5
1935	30.2	42.6	92.1
1936	25.4	42.7	107.5
1937	21.3	44.5	110.4
1938	27.9	43.9	104.5
1939	25.2	43.2	115.8
1940	21.3	43.9	136.4
1941	14.4	47.2	158.1

a:货币存量数据基于每年 6 月份。

〔资料来源〕斯坦利 · 莱伯戈特:《经济增长中的劳动力》，麦格劳

— 希尔图书公司 (纽约) 1964 年版,第 512 页 (经麦格劳— 尔图书公司允许引用) ;美国人口调查局 :《美国历史统计资料》(1976 年版) 第 224 页,米尔顿 · 弗里德曼和安那 · 施瓦茨 :《美国的货币历史》,普林斯顿大学出版社 (普林斯顿) 1963 年版,第 712— 761 页。

且有助于认识经济是如何对货币政策作出反应的。自那时起,许多经济学家都认为,30 年代的情况证明,至少是大萧条时期,货币政策是无效的。正是这场大萧条以及 1936 年出版的凯恩斯名著使得经济学家从货币数量论转向收入一支出理论。另一方面,货币主义者对大萧条的看法恰恰相反 :不适当的货币政策能导致的危害甚大,因此货币具有极大的重要性。

在转而讨论这两种相对立的观点之前,我们先看看大萧条的几个事实。1929 年 8 月,经济上涨期达到转折点,也就是说,股票市场在几个月后开始崩溃。大萧条一直持续到 1933 年才开始出现复苏。1937 年 5 月,经济高涨达到过去的顶峰,但仍然存在大量的失业。随后的衰退在 1938 年 6 月达到低谷。接着又进入扩张,并一直延续到第二次世界大战。在 1929— 1933 年,按现行价格计算的国民生产净值下降了一半以上,实际的国民生产净值下降了三分之一以上,批发价格指数也是一样。表 24 · 1 列示了令人吃惊的失业率和国民生产总值内含物价折算指数。

我们现在转而分析货币数据。从 1929 年 8 月至 1933 年 3 月,名义 M_1 减少了四分之一。货币存量减少是大规模银行倒闭的伴随物。银行倒闭出现过 3 次浪潮。一次在 1930 年 10

月，另一次在 1931 年 10 月，最后一次在 1933 年 3 月，并且导致所有银行在一段时期内被关闭，仅有稳健的银行被允许重新开业。

图 24 · 1 表明，货币存量减少不是由于基础准备金（强力货币）的下降，而是由于存款—准备比率和存款—通货比率的下降所引起的。毫不奇怪，随着许多银行倒闭，幸运的银行力图通过持有更多的准备金来保证自己的安全性，社会公众则设法提取存款以避免损失。

在此期间，贴现率大幅度下降：1929年秋季，各联邦储备银行的贴现率下降了5%至6%；在1931年9月则下降了1.5%至3%。图24·2还表明，其他的短期利率也急剧地下降。然而，在这一时期，长期的政府证券利率没有多大下降，莫迪氏等级公司债券，即“第二级”质量的债券，在这一期间的前半部分实际上有较明显上升，然后才趋于下降。而1939年的水平和1928年的水平相差不大。再则，本世纪30年代初期的价格下降意味着，这些年份的实际利率远远高于图24·2列示的名义利率。随后的几年，实际利率则低于名义利率。但是，由于1939年的价格水平低于1929年的价格水平，因此，从整个10年来看，实际利率超过了名义利率。

联邦储备政策

当上述的一切发生时，联邦储备系统做了些什么？多年来，人们普遍相信，从总体上看，联邦储备系统的运行是不错的。持这种观点的人认为，正是它在股票市场崩溃后降低了贴现率以及由于当时担心黄金外流而把贴现率保持在低水平上（1931 年底除外），导致了美国步英国后尘而放弃金本位制。联邦储备系统在 1936 年和 1937 年提高法定准备比率上确实犯了一个严重的错误。但它肯定不应因萧条而受到指责。萧条是由于投资边际效率的大幅度下降所致。根据这一观点，货币政策在当时情况下几乎是无能为力的。联邦储备系统把贴现率和其他短期利率保持在较低水平上，但工商界仍旧没有借款的动机。虽然联邦储备系统提供了准备金，但由于缺乏稳健的借款人，银行仅仅把它作为超额准备金来持有。利率水平非常低，银行仍缺乏购买证券的动机。利用单根弦难以奏出一支歌曲。

虽然一些经济学家对早期货币政策的这种观点提出异议，但它在 60 年代之前一直是流行的观点。此后，它受到了弗里德曼和施瓦茨以及埃尔缪斯 · 威克（印第安纳大学）的有力挑战。许多不是货币主义者的经济学家现在也接受了弗里德曼—施瓦茨对大萧条的分析，至少在主要方面同意他们的看

法。

从货币主义的观点出发，弗里德曼和施瓦茨格外强调基础准备金和货币数量的变化，而不是利率的变化。但是，他们也指出：在大多数萧条时期，贴现率和商业票据率都比较低，但商业借款人更为注重的利率，如等级的公司债券利率的情况则不一样。社会公众对进一步的金融危机十分担心，因而抬高了高度流动性证券如商业票据的价格，从而会在高度流动性证券利率与流动较差但极安全的证券利率之间造成异乎寻常的较大差距。此外，在萧条的初始阶段，随着价格下跌，预期实际利率可能要比名义利率高得多。还有，此时的贴现率尽管处于历史最低水平，但相对公开市场利率并不算低。因此它对贴现仍不会有多大吸引力。而且，低贴现率并没有太大的意义，正如克拉克·沃伯顿早些时候指出的，它还伴随着贴现管理的非常紧缩性政策，而这种政策通常阻碍了银行的借款。

然而，弗里德曼和施瓦茨不是侧重于利率，他们把重点置于联邦储备系统的公开市场业务上，甚至干脆不考虑利率。联邦储备系统在 1932 年开始从事大规模的公开市场购进业务。事实上，直到那时，它才有可能抵消扩张性政策对于基础货币的影响，这一影响在黄金大量流入过程中必然会产生。因此弗里德曼和施瓦茨把联邦储备系统的政策看作是紧缩性政策。在 1932 年，联邦储备系统终于进行短期的公开市场购买。弗里德曼和施瓦茨认为，它这样做是为了取悦于国会，因为当时国会正在考虑一项财政政策，而联邦储备系统认为该政策是过于扩张的。

联邦储备系统为什么那么倾向于紧缩性政策？弗里德曼

和施瓦茨指出的一个原因是，它没有认识到紧缩的实际程度。联邦储备系统不是考虑货币数量的减少，它仅仅关注贴现率和超额准备金。弗里德曼和施瓦茨认为，联邦储备系统误解了超额准备金的变动，它没有意识到超额准备比率的大幅度上升（从1929—1931年的0.2%到1936年的6.8%，直至1940年的12.0%），是由于银行需要超额准备金以避免潜在的存款挤兑。相反，它认为大量的超额准备金意味着对银行贷款缺乏需求。

然而，详细研究了联邦储备系统的沿革的社会研究新学院的杰拉尔德·爱泼斯坦和得克萨斯大学的托马斯·弗格森得出的结论是，还有其他原因使联邦储备系统不愿意再扩张。一个原因是担心黄金外流，以及各联邦储备银行已缺少作为其通货券和存款后盾的黄金。另一个原因是，它担心一旦利率下降，许多银行将没有足够的盈利来维持生存。最后一个原因是，它认为需要以萧条来淘汰无效率的企业。①

但是，不论联邦储备系统采取或不采取行动的原因是什么，它都不值得任何赞扬。正如威克所指出的：在1932年，“事情越来越明显，联邦储备系统的官员并没有认识到维护银行

① 杰拉尔德·爱泼斯坦和托马斯·弗格森：《货币政策、贷款流动性和工业摩擦：1932年的联邦储备系统和公开市场业务》，载《经济史杂志》第44期，1984年10月，第957—984页。担心联邦储备银行缺乏黄金，现在听起来很奇怪，但在当时，联邦储备银行必须以黄金作为其通货券和存款的担保。当然，并不是整个联邦储备系统，而是各家联邦储备银行必须满足这个要求。萧条能消除经济体制中低效率的观点现在听起来也很奇怪，但在大萧条之前及其初期，它是非常流行的。

系统偿付能力的重大责任”。[①]

也许，在解释这一段不令人满意的经历中，还有两件事值得说明。第一，联邦储备系统从理论经济学家的论著中得到的忠告根本就是不好的；第二，绝不是所有联邦储备系统官员都同意当时的通行政策。一般地说，纽约联邦储备银行更主张扩张性政策，但它没有发挥支配性影响。

联邦储备政策的影响

如果联邦储备系统敢于承办大量的公开市场业务，并能够通过这一途径防止银行倒闭，那么情况又会有多大区别呢？1930年，在出现大规模银行倒闭之前，已经有过异常严重的萧条。弗里德曼和施瓦茨的分析并没有真正明确解释这一部分的萧条。但是在1908年、1914—1915年和1921年，经济[②]都遭受了这种萧条的冲击，并且每一次萧条都在一个合理时期内得到恢复。大萧条的独特性不仅在于衰退的严重程度，而且在于恢复缓慢。这些特点是不是可以归因于银行倒闭的浪潮？其次，联邦储备系统能否避免这种倒闭？

前一个问题的答案主要取决于货币数量的重要性，同时还取决于是否有其他因素致使大萧条如此严重和持续。后一个问题，即联邦储备系统能否阻止银行倒闭问题的答案，则取

① 参阅埃尔缪斯·威克：《1917—1933年的联邦储备货币政策》，兰顿书店（纽约）1966年版，第173页。

② 参阅埃尔缪斯·威克：《1917—1933年的联邦储备货币政策》，兰顿书店（纽约）1966年版，第173页。

决于银行是否基本上稳健，或者它们是否持有太多的呆帐资产。

关于第一个问题——货币的重要性，我们在前面已作过讨论，这里不再赘述。但是，人们不必成为一个完全的货币主义者，以接受有关30年代既定货币存量大量减少的货币主义的解释。现代凯恩斯主义者也认为这样的减少是一个灾难。诚然，货币供给减少不是唯一的现象，货币流通速度也下降了。但是，弗里德曼和施瓦茨认为，这种下降不是引起大萧条的独立因素，这种下降本身是由收入下降引起的。因此，他们说，货币流通速度的下降归根到底是允许银行倒闭的结果。另一方面，凯恩斯主义者通常不接受弗里德曼的货币流通速度理论，该理论构成流通速度减缓是由于收入下降的计算依据。相反，他们强调低利率对货币流通速度的影响。但是，即使事实证明其他许多因素的作用也可能引起萧条，把萧条的持久性和严重性主要归结为货币存量减少似乎也是有道理的。

对货币主义解释的批评者常常认为，货币存量的减少只是一个媒介原因，而不是真正的或主要的原因。根据他们的观点，银行倒闭是由于它们持有太多的不稳定的资产，因此联邦储备系统无法阻止它们的倒闭。另一方面，弗里德曼和施瓦茨则认为，如果联邦储备系统进行大规模的公开市场购买业务，就不会出现大量的银行倒闭。按照他们的观点，在20年代，银行资产质量的任何恶化都是较小的，他们不仅指责联邦储备系统玩忽职守，而且认为，倘若不存在联邦储备系统，大多数银行并不会出现倒闭。1913年以前，当大量银行面临倒闭威胁时，银行均同意暂停一段时间的通货支付，但它们之间仍进

行支票清算;社会公众也可以使用其存款进行从某个帐户到另一个帐户的支付。虽然银行暂时缺少通货和其他流动资产,但它们并没有倒闭。然而,由于有了联邦储备系统及其贴现机制,才限制了资力雄厚的银行像以前那样暂停通货支付的兴趣。

对弗里德曼—施瓦茨解释的挑战

自从弗里德曼和施瓦茨第一次提出他们对大萧条的重新解释以来,它显然得到了许多人的赞同。但是近几年,一些经济学家却对此提出了异议。这些挑战的最系统部分来自麻省理工学院的彼得·特明。他提出了许多重要的质疑。[①] 其一,已观察到的货币存量减少是像弗里德曼和施瓦茨所说的那样起因于货币供给曲线的移动,还是货币需求曲线移动的结果。假设大萧条实际上是由投资边际效率的降低和消费的外生减少所造成的,那么随着收入减少,货币需求也减少,因此利率下降。利率下降促使银行持有更多的超额准备金并减少向联邦储备系统借款,或者促使银行提高通货—存款比率,这些都会减少货币供给。有些人可能会注意到,货币供给减少伴随着收入的下降,以致得出货币供给减少导致收入下降的结论。然而,实际情况却是另一回事。特明认为,弗里德曼和施瓦茨未能说明,货币存量减少是原因而不是结果。

根据特明的观点,并没有证据表明货币已经短缺,至少在

① 彼得·特明:《是货币力量造成大萧条吗》,W.W.诺顿图书公司(纽约)1976年版。

大萧条初期阶段是这样。实际货币存量在 1931 年略高于 1929 年的水平,尽管从那以后趋于减少。因此,他认为,进入 1931 年后,价格的下跌已足以抵消名义货币存量的减少。正是货币流通速度减缓,而不是名义货币存量减少,造成产出的下降。这里所发生的情况是,货币、流通速度、价格和产出均下降。特明颇为任意地把价格下跌归因于货币存量的减少,并从而又把产出下降归因于货币流通速度的减缓。弗里德曼和施瓦茨也许会反驳说,这完全是武断的;价格和产出的共同变化是对货币和流通速度(即总需求)共同变化的反应,而总供给曲线则是由这些因素的各自变化程度所决定的。

此外,特明认为,当时的流动证券的利率很低,这就再次表明不存在货币短缺问题(我们已经讨论过弗里德曼和施瓦茨对这一见解的反应)。而且,特明批评弗里德曼和施瓦茨未能充分解释银行倒闭的原因。特明认为,货币存量减少的一部分原因应归结为农产品价格的下降和引起乡镇银行倒闭的农业危机。他还指出,许多银行的倒闭最终都可以归结为一个真正的因素—— 农业价格的相对下跌,而不是货币因素如联邦储备政策。

除乡镇银行之外,纽约的一家大银行即美国银行也倒闭了。特明认为,与弗里德曼—施瓦茨观点相反,这家银行倒闭是由它的管理当局的舞弊和不合法活动导致的,因此,联邦储备系统无法阻止这种倒闭。所有这些银行倒闭都会促使惊慌的存款人向其他银行挤兑。当这些银行试图通过出售证券以满足存款提取需要时,证券价格就会下跌,从而迫使其他银行减少它们持有证券的帐面价值。这样一来,又会转而损害许多

银行的资本状况，迫使这些银行停业。其他一些经济学家详细分析了某些大银行的倒闭之后，也支持特明的观点。他们指出，这些倒闭应归咎于舞弊和不正当的银行活动，而不能归咎于联邦储备系统的政策过错。

除了关于银行倒闭原因的问题之外，特明还指责弗里德曼和施瓦茨过分强调联邦储备系统对大萧条的责任，而忽视了私营部门的责任。他认为，不能仅仅因为联邦储备系统可以阻止货币存量的变动，就认为它是由联邦储备系统引起的。

这里产生了一个重要的问题。弗里德曼和施瓦茨指责联邦储备系统导致了大萧条，是因为它消极地不敢主动地采取公开市场业务为各银行提供所需要的准备金。他们把一些银行的倒闭视作既定事实，并侧重批评联邦储备系统放任这些银行倒闭使之波及其他银行的行为。与此相反，特明则把联邦储备系统的迟钝看作是既定条件，并把造成某些银行倒闭的初始因素视为货币存量减少的原因。因此，在相当程度上，争论双方是在讨论不同的问题，他们的论点是不相关的。特明的论著并没有真正为联邦储备系统辩护。

战时融资和钉住利率制

在第二次世界大战期间，与第一次世界大战一样，联邦储备系统的基本目标是确保政府能够按低利率筹措所需要的资

金。稳定政策的传统目标暂时被搁置了。但是,不同于第一次大战后的紧缩政策,联邦储备系统在第二次世界大战后,继续实行它的扩张性政策。

钉住的利率

第二次世界大战期间采取的货币政策是,通过联邦储备系统随时至少按面值(即百分之百的票面价值)购买提供给它的所有政府证券来“钉住”利率。利率被钉在大萧条时期曾流行的低水平上,其幅度从短期国库券利率0.375%到长期国库债券利率2.5%,而在战后,短期国库券的利率允许提高到1%以上。保持利率的现有普遍水平是当时的明显决策。这是为了使政府赤字得到廉价的融通资金。此外,大多数经济学家相信,这种政策在战后时期是恰当的。根据一般的流行观点,战后的经济可能再次出现衰退。很明显,把短期利率固定在大大低于长期利率水平上的政策会产生麻烦,但事实上并没有。如果联邦储备系统随时按面值购买长期政府债券,长期政府债券实际上具有像短期证券那样的流动性,因而就会鼓励人们出售利率为0.375%的短期国库券,而持有利率为2.5%的长期政府债券。最终,联邦储备系统将会持有在外流通的所有短期国库券。

在战争时期,对货币政策的争论极少。即使在战后的初期阶段,联邦储备系统实行钉住利率也没引起多少抱怨。事实的确是这样。但这一政策明显具有通货膨胀的潜在危险,因为它排除了联邦储备系统对货币存量的控制。联邦储备系统必须向出售政府证券给它的任何银行提供准备金。因此,从无法抑

制货币存量膨胀的意义上说，货币政策完全是消极的。

为什么联邦储备系统会接受这样的政策？原因之一是，人们迟迟地才认识到战后通货膨胀的持续性。几乎每一个人都预期战后会出现衰退，而人们经过一段时间后才认识到，问题在于总需求过度，而不是总需求不足。另一个原因是货币政策声望不佳，也就是说，人们普遍认为大萧条已表明货币量是不重要的，因此，政府应当依靠财政政策，而不应当依靠货币政策。当然，这种认识和凯恩斯理论的得势以及货币数量论的失宠有关。钉住利率被普遍接受的另一个原因是，这一政策似乎是无害的。钉住利率为货币存量的大量增加提供了可能性，因为联邦储备系统已经放弃了对它的控制。但是，货币存量的激增却没有出现。正好相反，1949 年的货币存量略低于 1947 年的水平。在大部分这段期间内，均衡利率似乎低于钉住的 2.5%债券利率。因此，联邦储备系统未被要求通过增加银行准备金和货币存量来保护钉住的利率，随着货币流通速度迅速提高，货币需求并没有增加。

有关的争论

同时，随着时间推移，联邦储备系统对自己缺乏控制政策越来越感到不安。当 1950 年爆发朝鲜战争后，联邦储备系统的抵触转为公开反对。在实行钉住利率时期，事实上是财政部而不是联邦储备系统在操纵货币政策，因为联邦储备系统不得不支持财政部对政府证券利率所作的决定。现在，由于新的战争开始，并带来了通货膨胀（消费价格指数在 1950 年 6 月和 1951 年 12 月之间提高了 11%），因此，联邦储备系统想要

重新恢复对货币政策的主动权。这就出现了激烈的争论。财政部认为，利率的少许提高对抑制总需求是无效的，而大幅度提高又会把经济推向衰退。联邦储备系统则认为，在太小和过大的幅度之间必定有一个“恰好”的幅度，而这又引起了对所谓无法知道“恰好”的利率水平是多少的争论。

财政部指出，利率提高会大幅度增加政府支出，因为它负担了大量的公债。但是，联邦储备系统的支持者则认为，财政部可以从提高税收中大致拿回它所支付的一半利息。除了技术问题之外，还有一些更为广泛的争论。杜鲁门总统对强力金融怀着人民党成员的怀疑态度，他要求利率保持在低水平上，认为这有利于一般的居民。再则，财政部坚持奇怪的信念：如果政府长期债券价值跌至其面值以下，就会削弱人们对美国政府的信任，并引起可怕的影响。此外，朝鲜战争有转化为第三次世界大战的危险，需要筹集大量资金，而财政部不愿以高利率来满足这一需要。这并不意味着财政部和政府忽视通货膨胀，它们忽视的是货币政策。它们想要依赖财政政策和当时实施的价格管制，但联邦储备系统则不大相信价格管制的作用。

在与财政部的争论中，联邦储备系统得到了理论经济学家的广泛支持，而且也得到了更为重要的国会的支持，因此它感到有足够力量与财政部抗衡。1950 年 8 月，联邦储备系统允许一些短期债券略为低于其面值，这又挑起了争端，但是通过 1951 年达成的“协议”获得了解决。该协议允许短期利率适度提高以及长期利率略微提高。联邦储备系统维持完全钉住利率的责任被解除了，但事实上，它又同意防止政府证券较大

幅度地跌至面值以下。该协议仅仅实施到 1952 年的大选之后，当时继任的艾森豪威尔政府恢复了联邦储备系统的充分自由。

1952 年至 1969 年

获得自由后，联邦储备系统仍然维持低货币增长率。从 1952 年到 1960 年，M_1 每年仅增长 1.9%，M_2 则增长 3.2%。但是，由于货币流通速度提高，国民生产总值的增长相当快。在此期间，价格水平平均上升了 1.4%，而在 1957 年 6 月到 1958 年 6 月期间又提高了 2.9%，这在当时被认为是相当难以接受的通货膨胀率。

当时，联邦储备系统由于被认为实行过度紧缩政策而受到了大量的指责。许多经济学家认为，政府的财政政策也是过度紧缩的。根据事后的分析，一个可能的解释是，联邦储备系统在"挤榨"经济，并消除第二次世界大战后和朝鲜战争时有所发展的通货膨胀预期。为什么随后在 1961 年 1 月到 1969 年 10 月期间，尽管有长期持续的扩张，但直到 1965 年几乎没有通货膨胀呢？一种可能的解释是，联邦储备系统在 50 年代造成了价格稳定的预期。

60 年代的一个重要发展是国际收支问题日益严重。美元定值过高，大量的国际收支赤字持续发生。除非美国愿意控制

货币存量的增长率,并且接受随之而来的失业,否则,美元将不得不贬值。这一点本应明确,但却长期没有认识到。联邦储备系统没有采取这一激进步骤,而是尝试了各种缓解的措施。

外汇管制是按有节制的方式进行的:对外国证券的利息收益开征了一种特殊税,以消除购买外国证券的收益高于本国证券收益的好处。同时还限制通过银行或其他公司进行大规模资本输出。此外,如果没有国际收支问题,联邦储备系统或许至少会采取更为扩张性的政策。但是,我们很难知道,国际收支问题在制定货币政策中是否确实是至关重要的。

另一个非常重要的发展是,正如图 13·1 所示,货币存量增长率的大幅度提高发生于 60 年代的后半期,特别是 1967 年和 1968 年。其原因在于越南战争和充分社会福利计划造成了大量赤字。从理论上说,这些赤字可以通过提高利率和压缩私人开支来弥补,但是,联邦储备系统却决定降低利率,并使赤字货币化,结果导致货币存量在 60 年代后期迅速增长,而且被证明是通货膨胀性的。这就埋下了长期通货膨胀的种子。

联邦储备系统对通货膨胀压力增长的反应很强烈,甚至是无情的。在 1964 年和 1965 年,M_1 的增长率为 4.6%,到 1966 年下半年则被压缩为零。正如图 13·1 所示,利率急剧上升。此外,银行向稳健的工商业顾客提供优惠并削减自己的抵押贷款。再则,转向储蓄贷款协会的资金净流量和贷款比前一年减少了四分之一。住宅建筑急剧下降,从而导致人们对紧缩银根的指责。这时的金融业出现紧缩的迹象。储蓄贷款协会普遍面临破产的危险,而且紧缩性的 Q 项规则上限阻止了银行像以前那样"购买"存款。因此,总统经济顾问委员会在

1966年8月得出结论："货币政策可能达到了足够紧缩的程度，再进一步就会引起金融混乱。"①

50年代和60年代的政策制定

在制定政策时，联邦公开市场委员会并不认为货币数量是一个核心问题。相反，它强调短期名义利率、信用条件和银行贷款。它不把自己的任务置于决定长期利率，而是置于形成足够的信贷为"健全的"扩张业务融通资金，同时抑制不能容忍的通货膨胀性过度扩张。但它没有从定量的角度考虑指标变量。例如，它仅仅根据把一个"缓和"政策转向另一个"更为缓和"政策的方式来改变其政策。

联邦公开市场委员会没有对指标和工具进行区分，它使用了短期利率、自由准备金（即超额准备金减其中的借款部分），以及"货币市场条件"。后者是一系列受自由准备金支配的变量的集合体，它以印象主义的方式来度量货币市场条件的松紧程度。联邦公开市场委员会的主要目标和指标是维持利率稳定。

如果对经济的冲击是由IS曲线而不是LM曲线的移动构成，利用这些指标和工具会使货币政策成为顺周期性而不是反周期性。我们在第21章已经论述过为什么利率指标会产生这样的作用。

为了说明这一问题是怎样形成的，不妨来看看自由准备金指标。假定，IS曲线向外移动，利率上升，而贴现率保持不

① 《总统经济报告》，1967年，华盛顿，第60页。

变，银行就会多借款，并减少它们的超额准备金，其结果是自由准备金下降，比如说，从5亿美元降到2亿美元。为了使自由准备金恢复到原先的水平，联邦储备系统现在要进行3亿美元的公开市场购买。但是，既然银行不想在现时的通行利率基础上持有超过2亿美元的自由准备金，它们就会通过发放超额贷款或者购买证券来减少自由准备金。随着自由准备金再次降到2亿美元，联邦储备系统又要注入3亿美元的准备金。这一过程继续下去，因银行利用准备金而产生的存款增加就会降低利率。最后，利率下降到足以使银行愿意持有5亿美元的准备金，即达到联邦储备系统设定的自由准备金指标。但是为了达到这个指标，联邦储备系统已经丧失了对货币存量和利率的控制。

同样，在经济衰退时期，随着IS曲线向下移动，利率下降。因而银行决定持有更多的自由准备金。为了使自由准备金降到原先的水平，联邦储备系统必须进行公开市场出售。这样，该政策在衰退时期就会降低货币存量的增长率。

以布鲁纳和梅尔查为代表的许多理论经济学家批评联邦储备系统推行顺周期性政策。进入60年代之后，联邦储备系统逐渐把政策侧重点从利率、自由准备金和货币市场条件等指标转向更多地关注货币增长率。

1969年至1980年

60年代中期相当温和的通货膨胀在60年代后期变成了加速的通货膨胀。1969年,联邦储备系统企图中止这一通货膨胀,甚至不惜以经济衰退为代价。1969年的12月,通货膨胀出现下降趋势,并在1970年11月达到最低点。这一期间同样伴随严厉的金融紧缩,倘若联邦储备系统不迅速地作为最后贷款人进行挽救,就会发生金融恐慌。这时的货币市场异乎寻常地紧张,这实际上并不奇怪,因为联邦储备系统采取了紧缩政策,同时美国侵略柬埔寨也造成了政治局势的紧张。1970年6月,股票价格比1969年的平均水平下降了20%以上。

当时,美国最大的公司之一宾州中央运输公司提出了破产申请,这一冲击波及整个金融市场。宾州中央运输公司的信用等级原先是相当高的,高到足以发行商业票据的程度。而这时,贷款人不禁自问,下一个倒霉的公司将是谁?谣传克莱斯勒汽车公司也无力出售新发行的商业票据以替换到期的票据,即无法把它的商业票据进行“展期”。这使得贷款人对其他公司的商业票据也不敢问津。本来,公司发行商业票据时常以银行给予的贷款额度为担保,但现在却出现了危险:如果公司无法将其商业票据展期,银行将不得不突然寻找必要的资金以大幅度增加自己的工商业贷款,它们将不可能实现所有的

贷款额度。

幸运的是，联邦储备系统迅速地插手干预，做了中央银行应该做的事。它宣布将向那些贷款给无力将其商业票据展期的企业厂商的银行广泛开放贴现窗口，从而稳定了货币市场。此外，它停止实施对某些大额存单的Q项规则，以便银行能够随时购入资金。1970年8月，它又降低了法定准备比率。总之，联邦储备系统在这一时期表现为一个救世主。然而，我们也可以说，如果不是联邦储备系统在1969年突然实行严厉的紧缩性政策（这是它以前实行过度扩张政策的结果），市场本来能够自行处理宾州中央运输公司的破产。这样就不会出现需要救世主行为的紧急状况。

70年代初期，还发生了另一个事件，它和1970年刚出现的恐慌一样具有戏剧性，而其影响则更为持久。这就是固定汇率制的崩溃，我们将在第28章中加以讨论。1971年，尼克松总统实行工资和价格管制，这些管制暂时地降低了通货膨胀。但是，1974年解除管制后，价格又迅速上升，那一年的消费物价指数提高了12%以上。当然，解除价格管制不是唯一的原因。欧佩克提高石油价格，世界多数国家农业歉收和许多主要工业国家同时扩大生产，从而导致其他原材料价格的提高，这些也是消费物价指数上升的原因。

在1973—1975年，经济遭受了直至1981—1982年为止的战后最严重衰退。由于经济受到石油冲击和其他原材料供给冲击的影响，以及由于过去的货币增长率加速的影响，导致了通货膨胀率上升。滞胀成为人们普遍谈论的问题。

由于高通货膨胀率，联邦储备系统在1974年下半年采取

了紧缩性政策，但这一政策受到广泛指责。通货膨胀率在1973—1974年上升的部分原因来自供给冲击。联邦储备系统似乎企图通过降低其他价格来部分地抵消上述供给冲击。凯恩斯主义者反驳说，货币政策应当用于对付需求拉上型通货膨胀，而不应当被用于对付由于农业歉收和石油提价等明显的成本推进型因素所引起的那部分通货膨胀。特别是，他们反对在衰退中期突然采取严厉的紧缩性政策。货币主义者也反对联邦储备系统突然改变货币增长率的做法。联邦储备系统受到来自两方面的指责。

70年代的政策实施步骤

在70年代，联邦储备系统越来越重视货币增长率，因此到70年代末，联邦储备系统似乎有两个指标，即货币增长率和联邦资金利率。从某种程度上说，也仅仅在某种程度上，它之所以越来越重视货币，是出于对国会压力的反应。国会在1975年通过一项决议，要求联邦储备理事会主席到众议院和参议院的各委员会听证并解释它的货币增长指标，这对联邦储备系统造成了一些压力，迫使它把货币增长率保持在设定的指标范围内。然而，这种压力被下述3方面因素冲淡了：第一，增长指标包括的幅度很广，例如4%—7%，即使是4%的增长率，也可能和比如说3%的通货膨胀率相容，而7%的增长率则与6%的通货膨胀率相容。第二，出现了“基数偏移”(base drift)，即联邦储备系统可以把期初货币容量作为度量增长率的基数，即使它已超出原先规定的幅度。因此，如果货币存量太高，原有比例的增长率将会产生更大的货币存量。(按现行规定，联邦储备系统仅仅允许这种基数一年偏移一

次，而不像过去那样逐个季度偏移。）第三，联邦储备系统不仅仅为 M_1 设置指标幅度，而且也为广义货币标准设置了指标幅度。因此，当联邦储备系统未能实现３种货币标准中的１个指标时，它可以声辩自己是为了实现另外２个指标而不得不放弃这个指标。由于具有３个相当广泛的指标幅度，联邦储备系统通常可以实现其中的１个，即使仅仅是偶然的。正如图24·３所示，M_1 通常超出了它的指标幅度。

联邦储备系统一再未能实现其货币指标的事实是不足为奇的。尽管从形式上看，联邦储备系统把货币作为其指标，但实际上它并没有优先考虑这一指标。除了货币指标之外，联邦公开市场委员会还设置了联邦资金利率的幅度。由于联邦资金利率的幅度相当窄，因此，联邦储备系统不能既实现其货

币指标,同时又不超出联邦资金利率的幅度,其道理在第 21 章已作过讨论。联邦储备系统必须进行选择,而通常它的选择偏向于牺牲货币指标。

我们不应当把这种做法理解为联邦储备系统选择了凯恩斯主义的利率指标而不选择货币主义的货币存量指标。凯恩斯主义的政策要求是利率应随 IS 曲线移动而变化。但是,联邦储备系统则不愿意改变利率,并且极为勉强地对它进行调整;这一方面是因为利率的迅速变动会引起金融市场的崩溃,另一方面则因为政治压力迫使它要保持低利率。

保护美元

在 1973—1975 年经济衰退的复苏时期,由于联邦储备系统允许货币存量过快地增长,通货膨胀率不仅很高,而且是加速的。结果到了 1979 年底,美元汇价在外汇市场上迅速下跌。这时,出现了外国中央银行以及私人持有者在市场上抛售美元,从而进一步加速美元汇价下跌的危险。为了对此作出反应,卡特总统在 1978 年 11 月 1 日采取一系列紧急措施,实行他原先号召的“自愿”工资和价格管制。美国将借入 300 亿美元的外国通货以支持外汇市场上的美元。更重要的是,卡特要求联邦储备系统采取紧缩措施。作为一个总统,特别是一个民主党的总统,公开要求联邦储备系统提高利率,是具有重大象征性意义的不寻常步骤。

但是,问题并不在于这一惹人注目的姿态,而是在于它能否与随后的相应措施保持一致。初始的应急措施很强烈,但非常短暂,货币增长率明显下降,但时间不长。在 1979 年第二个

季度，货币增长率再次上升，并在随后的两个季度一直停留在较高的水平上，联邦储备系统似乎已经失去了对它的控制。这本身或许还不会引起政策发生根本性变化，但是后来发生了另外两个明显相关的事件：通货膨胀率迅速上升；由于外国人对美元失去信心，美元汇价在外汇市场上急剧下跌。上一年11月份以来，表面上强有力的政策变化，仅使局势缓和了不到一年。

我们可以想象联邦储备系统面临的灾难。它似乎无法控制货币存量。黄金价格暴涨（一盎司黄金价格从8月底到10月初上涨了100美元）和某些原材料价格的急剧上升，表明高通货膨胀率正使人们产生这样的信念：安全的做法是抛售美元和购买商品。很明显，如果这一信念得到扩散，其结果将是更严重的通货膨胀。此外，随着外国人意识到联邦储备系统在1973年11月采取的行动已经失败，美元在外汇市场上还将面临汇率暴跌的危险，持有大量美元的外国中央银行也会在市场上抛售美元以避免损失。

1979年10月6日，在一次不寻常和引人注目的星期六会议上，联邦储备理事会决定采取一项新政策，这就是所谓的"特别星期六夜晚"。尽管人们普遍地（虽然是错误地）认为经济已进入衰退，联邦储备系统仍采取了高度紧缩性政策。它把贴现率提高为两位数的12%，同时对银行的某些可控制负债规定了8%的法定准备比率。更重要的措施是，它宣布允许联邦资金利率有更大幅度的波动，以便它能更好地抑制货币存量。

1979年10月，该政策在阻止美元在外汇市场上的潜在

崩溃方面初见成效。此外，联邦储备系统在降低货币增长率方面也取得了成功，虽然此后的货币增长率仍然高于联邦储备系统设定的指标范围的中点。名义利率则急剧上升。

尽管在外汇市场方面取得了成效，但从国内来看，1979年10月的计划是失败的。金融市场并不相信联邦储备系统能够抑制通货膨胀。如果它们预期联邦储备系统能够成功，长期债券的价格就会上升，而长期利率连同利率中包含的预期通货膨胀升水则都会下降。然而，相反的是，证券价格却下跌了！市场是正确的，从1979年12月到1980年2月的3个月之内，消费价格指数以年率17%的速度上升。信贷市场由于担心通货膨胀率从而利率会直线上升而近于瘫痪。市场参与者将怎样决定新发行证券的利率呢？他们无法决定。其结果是，大部分的长期证券市场和抵押贷款市场一度停止营业，甚至短期证券市场如商业票据市场也无法正常运行。据报道，一些主要银行在出售大额存单上遇到了困难。

到1980年3月，1979年10月的政策已摇摇欲坠。奇怪的是，许多人实际上希望来一次经济衰退，以便同时降低通货膨胀率和利率。据报道，当人们向联邦储备理事会主席沃尔克提问货币和财政的紧缩是否会导致衰退时，他回答："是的，而且越快越好。"①

很明显，这时必须采取一些措施。1980年3月，卡特总统宣布了一项消除通货膨胀预期的综合性计划。作为这个计划

① 参阅克莱德·法恩斯沃思：《华盛顿的注视》，载《纽约时报》1980年3月17日。

的一部分，他对正提交国会的政府预算作了修改，以减少预定的赤字（虽然事实表明，这并不是实际的赤字）。联邦储备系统这时的作用趋于双重化：一方面是通过提高某些可控制负债的法定准备比率，紧缩常规的货币政策，并且对经常借款的大银行支付的贴现率征收3%的额外附加费；另一方面是实行信贷分配。

银行得到告诫，它们扩大贷款不应超过9%，而那些在任何情况下增长较缓慢或资本及流动比率较低的银行，则明显地低于这一上限。该计划的这一部分要求是自愿性的，但是，有一句俗语，"你不必一定去做，如果不做你会感到懊悔。"由于大、中型银行经常要向联邦储备系统申请进行合并或设立控股附属公司，所以联邦储备系统不是完全没有权力的。

为了压缩当时增长迅速的消费支出，联邦储备系统还对无担保消费信贷如信用卡和赊帐借款规定了15%的准备比率。这一法定准备比率不仅适用于银行，同时也适用于其他金融机构以及零售商。最后，它对货币市场基金的资产增加额也规定了15%的法定准备比率。

这一信贷控制计划是有效的，甚至比预计的更为有效。社会公众似乎响应了总统的号召，他们出自爱国主义精神以及对经济状况进一步恶化的担心，因而减少消费信贷，使未清偿消费贷款停止增长并开始下降。如果没有这样的不太重要的事实，即经济在两个月前刚刚进入衰退，那么，这种反应是非常令人满意的。

1979年10月至1982年8月政策的实施步骤

作为“特别星期六夜晚”的一部分，联邦储备系统采取了更为注重控制货币增长率的新政策实施步骤。它之所以这样做，是因为以前采取的步骤无法有效地控制货币增长率，而且它要向国内外社会公众发出一个信号（事实证明这可能是一个误导的信号）：联邦储备系统现在愿意采取一切必要措施来控制货币增长率和通货膨胀。因此过去对联邦资金利率的严格限制被取消了。为了实现货币存量指标，联邦储备系统现在允许联邦资金利率在 5%（过去限制在 1.25%）的幅度内波动，即使这一 5%的限额也不完全具有约束力。联邦储备系统还使用非借入准备金作为其手段变量，正如我们在第 21 章所述，其作用是间接影响银行借款，由此再影响联邦资金利率，最后影响货币需求。

1981—1982 年的衰退及随后的复苏

1980 年的衰退是短暂的，但接下去的扩张也是短暂的。1981 年中期，经济尚未完全恢复，又出现了另一次衰退。失业率达到 10.8%，为本世纪 30 年代以来的最高水平。由于受有利的供给因素发展的影响，通货膨胀率对衰退的反应很强烈。1982 年，国民生产总值内含物价折算指数比 1980 年的 12.4%仅仅上升了 3.9%。但是，由于 1980 年的高通货膨胀率部分是来自欧佩克的第二次石油冲击，因此这种明显对比的结

果是不可靠的。

1982年11月,经济开始复苏,迄今为止(1986年5月)仍在继续。尽管扩张很明显,并且比过去持续了更长一段时间,但由于恢复的起点较低,失业率仍然很高。但是,不同于以前的大多数扩张,这次通货膨胀率没有上升,其原因一部分是由于过去的衰退较为严重,一部分是由于石油价格下跌。这次复苏的另外两个特征是巨额的财政赤字和严重的入超。

在衰退期间,人们担心发生金融崩溃。一些政府证券商的破产,以及一家中型银行宾夕法尼亚广场银行的倒闭和一些大公司面临破产威胁,还有一些国家(如墨西哥)无力偿还贷款等等,都加深了人们的担扰。大量储蓄机构倒闭,或者不得不与其他机构合并;利率下降,但其速度低于通货膨胀率。因此,至少对短期贷款而言,实际利率仍然异常高。一些人指责,这是由于现在和未来的巨额财政赤字所致,还有一些人指责联邦储备系统未能有效地提高货币增长率。

联邦储备系统左右为难。一方面它要继续实行通货紧缩政策,而另一方面它又必须缓解经济衰退。有5个因素使它的任务变得复杂化:第一,提高货币增长率将引起人们对通货膨胀再次上升的担扰,这不仅会导致进一步的通货膨胀性工资和价格调整,而且会提高名义利率内的通货膨胀升水。第二,联邦储备系统面临着降低利率的重大压力。抑制联邦储备系统独立性的议案在国会得到了相当强有力的支持。

第三,由于放松管制,出现了新的银行业务,度量货币的问题越来越突出了。例如,可转让提款单业务发展迅速。联邦储备系统是否应该把它解释为的正常增长,并且采取相应的

抵消行动;或者,这种新业务仅仅是表示长期储蓄从某些存款业务和证券转向可转让提款单业务,从而不需要降低 M_1 的增长率呢?

第四,如图 24·4所示,预期名义利率的下降低于通货膨胀率的下降,以致实际利率仍有相当大的上升,这在严重衰退时期并不是合理的。

最后，货币流通速度急剧下降。它在60年代和70年代以年率3%的趋势上升后，在1981和1982年之间突然下降了4%。这是30年代以来的第一次显著下降。M_2的流通速度也下降了，在制定货币增长指标时，联邦储备系统曾期望货币流通速度继续上升。因此，流通速度下降意味着货币状况比联邦储备系统的计划更为紧缩。

对此，联邦储备系统采取了放松政策的措施。1982年下半年，M_1的增长率迅速提高。一些经济学家担心，这会导致通货膨胀率在1983年至1985年大幅度提高，这种担心事后被证明是没有根据的。另外一些经济学家则抱怨政策还不够宽松，利率仍然太高。

货币主义（?）实验的教训

1979年10月6日采用的政策被广泛但未必正确地解释为迅速转向货币主义。从一个极其重要的方面看，它无疑是货币主义的，即联邦储备系统现在把控制通货膨胀摆在维持高就业的前面。此外，联邦储备系统比过去更加注重实现货币增长率指标，因而允许利率更大幅度地波动。

这样做结果如何？正如前述，通货膨胀率是大幅度下降了，尽管存在时滞；而失业率却急剧上升。如图24·4所示，利率变得更不稳定。这种利率易变性的增加，大部分但不是全部，仅仅是暂时的，因为实施的信贷控制随后又解除了。毫不奇怪，一旦联邦储备系统取消对联邦资金利率的狭窄限额，利率就会更为易变。更难以解释的是，如图24·4所示，货币增长率也变得越来越不稳定。随着联邦储备系统不再受联邦资

金利率的狭窄幅度约束，人们可以预期，联邦储备系统能够更准确地控制货币增长率，并使它保持稳定。在1979年10月以前，货币主义者认为，联邦储备系统应该允许利率有更大的变动，以便减少货币增长率的波动。然而，我们却面临这两个指标同时趋于变动。

新政策是不是失败了？如果是的话，它是否应视为货币主义的实证性反驳？这是一个争论激烈的问题，在这里显然无法解决。我们只能概括地说明主要的争论。

一个争论涉及1981年开始的通货膨胀急剧下跌。伴随而来的失业率上升是否值得？假设联邦储备系统没有强硬地抑制通货膨胀，而试图使通货膨胀率缓慢地下降，那么它能否以更小的失业代价做到这一点，或者它是否需要采取激烈的政策来中止通货膨胀预期。许多货币主义者希望，联邦储备系统政策的明确改变可以大幅度地减少通货膨胀预期，以便它可以在不大量增加失业的情况下降低通货膨胀率。然而，它能否发挥这样的有利预期作用还是一个争论问题，这要取决于我们使用哪一种菲利浦斯曲线的经济计量估计。

第二，货币流通速度明显下降。如是联邦储备系统使用利率指标而不是货币存量指标，它将（应该已经这样做）调节LM曲线的这种变动。具有讽刺意味的是，当联邦储备系统在70年代主要使用利率指标时，我们相信此时的货币存量指标更可取，而到了1979年10月至1982年期间，当联邦储备系统更多地使用货币存量指标时，利率指标又变得更为可取。这仅仅是运气不佳吗？或者，这是否“古德哈特”法则（以当时任职于英格兰银行的查尔斯·古德哈特命名）的反映？该法则指

的是，一个变量即使原来是稳定的，当人们把它用作政策手段或指标时，它就变得不稳定了。

第三，利率的更大可变性使经济遭受多少损失？第四，在多大程度上，这种较大的可变性是来自消除过去严格控制联邦资金利率变动的政策的必然结果？可变性的主要原因在于货币增长率出现较大的变动，这又转而可能是联邦储备系统政策实施步骤失误的结果（将在下面讨论）。如果货币供给不稳定，我们可以预期短期利率波动也会增大，而短期利率能够度量在一个短时期内持有货币的成本。

这给我们提出了一个核心问题，仅仅由于联邦储备系统无法控制货币增长率的高度易变性，是否就意味着货币主义政策的必然失败？至少在表面上这似乎是有道理的。1979 年 10 月以后，联邦储备系统试图更努力地控制货币增长率，然而货币存量的增长还是不稳定的。

但是，货币主义者可能回答，这种表面现象是不可靠的。其一，这并没有清楚地表明联邦储备系统真正比过去更加努力地控制货币增长率。一些人对比图 24·3 中的指标来考察货币增长率，这可能难以确定为“货币主义的实验”。里士满联邦储备银行的罗伯特·赫策尔在详细分析了这一段时期的联邦公开市场委员会公告之后认为，联邦储备系统主要是考虑现时的国民生产总值，仅在货币增长指标碰巧与之相一致时，

它才会试图实现货币增长指标。[①]

其二，联邦储备系统试图通过使用借入准备金作为其手段来控制货币增长率。货币主义者把这看作是罗伯·戈德堡方法的变体，比他们推荐的总准备金手段差得多。此外，联邦储备系统是按滞后的法定准备比率体系运行的，在这种体系里，银行不是对它们的当期存款持有准备金，而只是对两周前的存款保留准备金。这意味着，在任何一周，银行必须持有的准备金都是由它们的存款预先确定的。因此，如果这些银行的准备金低于要求的数额，联邦储备系统就得通过公开市场业务或贴现窗口，提供它们所需要的准备金。货币主义者认为，联邦储备系统对准备金的控制从而对货币存量的控制因受到了不明智的法定准备比率的规定或使用了无效的手段而受到严重限制。所以，他们说，1979 年 10 月后的政策失误不是货币主义的过错，而是由于他们的主张没有得到实验。

货币主义（？）阶段的中止

1982 年下半年，联邦储备系统重新改变它的政策实施步骤，这通常被视为是货币主义实验的中止。联邦储备系统放弃了 1979 年 10 月的政策，但是它也没有回到过去的政策步骤上。现在它允许联邦资金利率比以前如 1977 年有更大的变动，而且货币增长率现在很可能确实比过去受到更多的重视，

① 参阅罗伯特·赫策尔：《80 年代初期的货币政策》，载里士满联邦储备银行：《经济评论》，第 20 期，1986 年 3/4 月号。这一见解与当时的联邦储备系统理事南希·蒂特斯的观点相一致。

虽然这仅仅是因为金融界对它更为关注。

我们已经指出了放弃货币主义的一些原因,如果利率进一步提高,就会产生大批银行倒闭和金融可能崩溃的危险。但是,由于高利率会加重债务国负担,并导致违约的危险,还有国会惩罚的威胁,因此,联邦储备系统具有降低利率的强烈动机,即使这样做会与它的 M_1 增长指标相冲突。再则,货币流通速度的明显非预期下降也削弱了坚持一个货币指标的基本观点。如果货币和名义收入的联系是不可预测的,那么,倘若联邦储备系统未能实现货币目标,是否真的会出现问题?既然金融革新的步伐十分迅速,那又是否有可能充分地度量"货币"而为它设置一个指标呢?

因此,在一段时间内,联邦储备系统曾把 M_1 从指标的作用降为"监控范围"的作用。随后,它又恢复 M_1 为一个指标,尽管这样,它似乎不很重视 M_1 指标。即使联邦储备系统想重视 M_1 指标,只要它使用借入准备金作为手段,它就难以控制 M_1。虽然有困难,但并非不可能控制。借入准备金手段和旧的自由准备金手段一样,无法自动地控制货币存量。但它却可以使货币存量随货币需求而调整。如果联邦储备系统能适当地经常改变准备金指标,并且规定正确的数量,它就能够利用借入准备金手段来控制货币。然而,这是很难做到的。一个技术出色的登山运动员可以穿着芭蕾舞鞋登上阿尔卑斯山的马特合恩峰,一个技术精湛的芭蕾舞演员可以穿着登山靴跳舞。但是当我们看见一个人穿着登山靴时,就会认为他是去登山,而不是去跳舞。

现行的目标和指标

由于联邦储备系统没有明确地宣布它的目标与指标以及它们之间的先后顺序，因此，描述联邦储备系统的目标和指标就需要有一定的推测。在这些目标中，保持较低的通货膨胀率似乎占据较大的优先地位。由于60年代后期和70年代的高通货膨胀率，使得现在的联邦储备系统比过去如1965年更为关注通货膨胀。原联邦储备系统的一位经济学家迈克尔·克伦认为，联邦储备系统过去是等待通货膨胀发展后再采取行动，而现在是，一旦国民生产总值升高到足以预测通货膨胀率终将明显上升，则联邦储备系统就立即采取行动。

关于指标的问题，联邦储备系统采取折衷方法，使用了一系列指标。最重要的指标可能是实际国民生产总值，而且联邦储备系统更注重现时的国民生产总值，而不是未来的国民生产总值。名义国民生产总值也可能是一个指标；利率，包括长期的和短期的，是另一个指标。联邦储备系统也考虑贷款与债务变量。

货币增长率怎样呢？联邦储备系统也宣布了货币增长的一系列指标。但是，如图24·3所示，这些指标对实际的货币增长率并没有太大的约束。这正象明尼阿波利斯联邦储备银行行长加里·斯特恩所指出的那样：

> 如果经济按预期运行，则货币增长幅度就意味着它是货币政策总过程中向公众表明的指示器……联邦储备系统根据经济理论论证的最佳模式行动……它运用了所有可获得的信息……尽可能地接近它的主要目标。这意味着它不会离开这些目标来确定指标。……根据这一策略，联邦储备系统的各个货币标准没有被用作指标，但它们被包括在联邦储备系统通过有关的调整手段决定其下一个目标行动时所应用的许多变量之中。……从严格意义上说，联邦储备系统并没有把这些（货币供给）标准作为指标。[①]

小　　结

1.联邦储备系统的早先观念是，维持金本位制至关重要，必须避免金融恐慌，期望稳定利率以及坚持真实票据主义。

2.1920年，当经济进入非常严重的衰退时，联邦储备系统采取了严厉的紧缩政策。后来，在20年代，联邦储备系统试图促进欧洲恢复金本位制。但在20年代后期，它面临着股票市场繁荣脱离控制的困境。

3.在大萧条时期，货币存量明显减少。弗里德曼和施瓦茨指责联邦储备系统没有进行大规模的公开市场购买。但是特明认为，货币存

① 参阅加里·斯特恩：《联邦储备系统的货币供给范围今后仍然适用》，载明尼阿波利斯联邦储备银行：《1985年度报告》，第3—5页。

量的减少是由于货币需求下降造成的。

4.在第二次世界大战期间，联邦储备系统把利率钉在萧条时期的水平上。战后，它继续实行这一政策，从而导致了一场大争论。该政策被“协议”所修正，并于1953年最后终止。

5.在60年代，国际收支成为一个重要的问题。联邦储备系统变得更加职业化，并且多少偏向货币主义。但是货币增长率却大幅度上升。在1966年和1969年，由于面临金融恐慌的危险，联邦储备系统更明显地采取紧缩政策。70年代初期，固定汇率制崩溃，价格管制被实行。在石油冲击后，联邦储备系统采取另一个更为紧缩的政策，从而受到多方面的指责。

6.1978年底，美元汇价在外汇市场上急剧下跌。真正的危险在于逃离美元。联邦储备系统相应采取了临时性紧缩政策，但是收效甚微。1979年10月，联邦储备系统不得不采取更为强硬的政策，并通过允许利率较大幅度地波动来改变自己的运行步骤。到了1980年初，这一政策也显得收效不大。同年3月，政策再次紧缩，并实行了贷款控制。在1981—1982年，出现了战后最严重的衰退，人们还担心金融崩溃。

问题与练习

1.试利用近期发表的《总统经济报告》以及《联邦储备公报》中有关货币政策的资料，讨论本章介绍的这方面问题的最新发展。

2.“在大萧条时期，联邦储备系统做了人们期望它所做的事”，试加以讨论。

3.“第二次世界大战前，联邦储备系统经常做错事”，试作讨论。

4.“在货币政策实施方面几乎没有得到真正的改善，所看到的改进只不过是联邦储备系统不像过去那样对失业软弱无能，它现在是对通货膨胀显得软弱。”试作讨论。

5.你认为联邦储备系统在战后时期最大的失误是什么？

6.在战后，联邦储备系统最值得称赞的行动是什么？

7.联邦储备系统的早期观念是什么？如果有的话，这些观念在多大程度上影响联邦储备系统在20年代的行动？

8.从弗里德曼和施瓦茨与特明对大萧条的不同解释中选择一个问题，并写一篇有关的短文。

9.你认为在弗里德曼—施瓦茨和特明对大萧条的争论中，哪一论据是最有意义的。

25

不同的货币规范

在现代的惯用语中,货币规范 (money standard) 是指导货币供给的规则、惯例和态度的一个体系。到此为止,我们基本上已讨论了我们的现行货币规范,它是调节政策和反周期性政策的混合体。由于这种规范宽容通货膨胀以及未能真正发挥反周期的作用,从而经常受到指责。在这一章,我们将考察几种已提到过的不同货币规范。我们把重点放在货币主义者关于稳定货币增长率规则的建议上,因为这一建议得到经济学家们相当大的支持 (尽管不是完全支持);同时也由于它提供了评价现行货币规范的有用方法。[①] 我们还要讨论金本位制,以及允许私营部门自行创造它们所需货币的主张和充

---

① 最近一次 (1978 年) 关于经济学家的观点的调查表明,就联邦储备系统必须"按固定比率增加货币供给"的主张而言,39%的经济学家表示赞同或者"有条件地赞同",而 51%的经济学家表示不赞同。参阅 J.R .基尔勒等 :《经济学家的混乱》,载《美国经济评论》第 69 期,1979 年 5 月,第 30 页。

分就业的货币规范。

稳定货币增长率规则和货币主义者的其他建议

以弗里德曼为首的一部分经济学家认为，联邦储备系统应该保持货币按固定的速率增长，而不是去阻碍商业周期。稳定货币增长率规则(stable money growth rate rule)的支持者认为，保持货币按某一稳定的速度增长要比选择特定的速率更为重要。他们相信，一个稳定的货币增长率规则会导致价格水平的相对稳定变化。至于这一速率是正值、零或负值，则无关紧要。关键是要稳定，并且是可预测的。通货膨胀的不利结果在很大程度上应归咎于增长率的不可预测性。

在考察赞同和反对稳定货币增长规则的特定观点之前，我们应当记住这一规则的若干特点。第一，它是一个仅次于最佳的政策，其支持者承认，即使在实施这一原则的情况下，产出和价格也会有所波动。但他们认为，这些波动比现在经历过的波动要小得多，由于目前货币政策的不稳定影响会加剧经济的内在波动性。因此，他们提出，只能把货币增长率规则当作现行情况下的最佳规则来使用。

第二，既然稳定增长率的主要论点是，根据现阶段我们对货币政策的认识，我们不可能做得更好；在更好地了解货币政策之前，人们就可能赞同把该规则作为暂时的手段。弗里德曼

则认为,我们最终可能要回到酌情决定的货币政策(discretionary monetary policy)。第三,采用该规则不一定就是非此即彼的问题,我们可以采用这一规则的部分形式。例如,要求联邦储备系统把货币增长率保持在某一幅度范围内。

赞同货币规则(monetary rule)的理由

这一理由包括两方面:其一,我们缺乏稳定经济所需要的技术知识。联邦储备系统在预测名义国民生产总值、估计其政策对国民生产总值的重要性和作用的时间选择上,都出现严重的失误。结果,收入的初始波动和政策引起的波动之间的相关系数很可能是正值,以致政策成为不稳定的。即使这一系数是负值,倘若它表示的相关性过强,该政策也会是不稳定的,而相关性过强这种情况很容易发生。

其二,虽然联邦储备系统声称它的政策致力于稳定国民生产总值,但在实际上它却更优先考虑与这一目标相矛盾的其他目标,如稳定利率、维持低利率和稳定汇率,等等。由于政治压力和管理问题(第23章已作讨论),联邦储备系统也会按不稳定或通货膨胀的方式行事,即使它具有稳定国民生产总值所需要的技术知识。正如米尔顿·弗里德曼在与酌情决定政策的主要支持者弗朗哥·莫迪里亚尼的辩论中指出的那样:

> 我与弗朗哥之间的观点分歧主要有两个方面:第一,他假设他知道如何调节[货币需求的变动](就此而言,或许我也知道,或其他任何人都会知道);第二,假定事实上采取了调节政策,弗朗

哥·莫迪里亚尼要扭转调节控制盘……，一旦对有关变动采取了调节政策，而他和我都知道所有这些变动的调节是不应该的，但是会有巨大的压力迫使联邦储备系统进行调节，这是他和我都无法控制的……。货币增长率稳定的真正意义，至少在政治上和经济上是一样的；因此，需要有一种体制安排来制定不会引起政治反对的货币政策。[①]

货币主义者以联邦储备系统缺乏反周期性政策所需的知识和诚意为理由来反对该政策，而那些接受合理预期和迅速市场清算假设的经济学家则坚持稳定政策是不必要的。假如私营部门掌握了与联邦储备系统一样多的信息，那么当总需求下降时，它就会很快地降低价格，以致不会减少产出。如果问题是私营部门没有掌握联邦储备系统已拥有的全部信息，那么联邦储备系统就应该直接公开这些信息，而不是实施反周期性政策。

反对货币规则的理由

大多数经济学家反对这些论点。第一，许多经济学家怀疑货币政策的时滞是否真正很长并且易变，以致反周期性政策很可能是不稳定的。一般地说，人们同意时滞会降低反周期性政策的有效性，但是否会使这种有效性降到零呢？这是一个复杂的技术问题。第二，许多经济学家虽然对联邦储备系统过去的政策感到失望，但并非绝望；他们相信联邦储备系统能够在未来实施更为成功的稳定性政策。第三，只有极少数经济学家

① 参阅米尔顿·弗里得曼和弗朗哥·莫迪里亚尼：《货币学派的争论：专题讨论会文集》，载《经济评论》，旧金山联邦储备银行增刊，1977年春季，第17—18页。

接受了反对反周期性政策的合理预期论据,因为该理论假设工资和价格具有高度可变性。货币增长率规则还由于忽视供给冲击而遭到反对。例如,在 1973 年,当欧佩克和农业歉收使得石油和粮食价格提高时,联邦储备系统应当决定要不要增加货币供给以调节这种价格上涨。但是,如果根据货币增长率规则,它就不可能有这种选择,而且它还不得不容忍粮食和石油的价格上涨对产出和其他部门的价格产生下降的压力。①

货币增长率规则的最严重问题可能是,它假定货币流通速度是稳定的,或者是按稳定的比率上升的。这一假定在 60 年代和 70 年代似乎是有道理的,因为当时的货币流通速度的确按稳定的比率上升。但是,到了 80 年代初期,货币流通速度却反方向运动,并且大幅度地下降。这时,稳定货币流通速度规则的理由就难以令人信服。它也许表明,货币流通速度在未来会再以稳定的比率上升 (或下降)。如果是这样,就会大大加强赞同货币增长率规则的论据。但是,即使如此,80 年代初期的经历仍给人们留下长期的疑虑,即货币流通速度的稳定趋势是否会持续下去。特别危险的是,货币流通速度增长率并没

① 增长率规则的支持者会回答,联邦储备系统对粮食和石油价格上涨的反应是在 1974年的下半年采取了紧缩性政策。这一事实表明,它并没有非常有效地使用货币增长率规则限制的自主权。然而,一项研究表明,这样一个政策的结果要比严格坚持一个货币规则的结果来得更好。但它不可能考虑到,采用一个规则将会改变社会公众的预期,乃至他们的行为。参阅罗杰·克兰、阿瑟·哈文纳和詹姆斯·巴里:《固定的规则和货币政策行为的能动性》,载《美国经济评论》第 68 期,1978 年 12 月,第 769—783 页。

有上升而是趋于下降,以致低于确定货币增长率时所假设的水平。比如说,倘若货币流通速度不是以 3%的速率增长,而是以比如说 2%的速率下降,那么,为维持就业不变,在过去与价格稳定相一致的规则,现在就得要求价格逐年下降 5%。但是,需要花费很长时间,才能使营业和劳动力与每年削减的工资和价格相协调。

货币增长率规则的另一个问题是逃税的危险。在美国南北战争后,一旦对州银行的银行券进行征税,银行就转而采用支票。如果货币增长率受到限制,准货币就会越来越多地取代货币的功能,以致货币增长率规则可能变得不相关。然而,倘若银行能够对活期存款支付利息,或者联邦储备系统能对法定准备金支付市场利率,那么从货币存量的存款构成来看,则货币增长率规则是不会有什么问题的。对存款支付市场决定的利率,不会诱使银行发展存款的替代物。但这仍然会促使银行寻找通货的替代物,因为通货是不必支付利息的。不过,如果通货膨胀率较低,因而利率也低,这也不是一个无法解决的问题。

更为严重的问题很可能是,如果联邦储备系统需要的话,它可以规避货币增长率规则。无论采取什么标准来为规则定义"货币",总会有一些未纳入货币的项目,其流动性并不低于某些被纳入的项目。通过采取管制来增加这些未纳入项目的流动性,联邦储备系统就能够使它们成为事实上的货币。同样,通过它的管制力量,联邦储备系统也能够增加一般性准货币的数量。

更一般地说,在金融迅速革新的时期,我们不妨怀疑人们

选择货币的特定标准和设定正确货币政策的能力，是否足以使该标准范围的货币能在未来的比如说 30 年中按适当比率增长。也许，这需要不时地重新定义货币，从而可能导致随意性。例如，倘若货币比该规则限定的比率增长更快，联邦储备系统就可以通过重新定义货币，把那些增长特别快的货币构成项目排除出去。

一个相关的问题是，根据一些经济学家的观点，应当按固定速率增长的“货币”不是任何一个特定国家的货币。既然外国货币可以方便地进行交易，如果英国的利率较高，那么美国公司持有的货币中，有一部分就会是英镑而不是美元。相反，当美国的利率较高时，英国就会持有更多的美元。因此，要使货币增长率规则有效，它就不应当仅仅适用于一个国家，而应该同时适用于比如说 4 种主要货币。但是，要使这些国家共同遵守一个货币规则是不无困难的。只要做不到这一点，比如说，假定联邦德国中央银行过于迅速地增加它的货币，那么，联邦储备系统就可能不得不降低自己的货币增长率。对此，美国公众大约不会赞成。但是，另一些经济学家则认为，国际货币市场并不是一个完整的集合体，人们不愿意持有外国货币，因而各国仍然可以通过控制本国货币来控制本国的价格。

此外，货币规则事实上将促使联邦储备系统仅仅重视货币存量而忽视其他各个指标。例如，它将无法采取行动来调节汇率和利率的波动。虽然许多经济学家赞同这样的政策，其他一些经济学家则指出，联邦储备系统不得不放弃的目标正是它认为称心合意的目标。

这里还有一个坚持货币增长规则的政治可行性问题。如

果采取了该规则,一旦利率明显波动或失业率大幅度提高时,它是否必须立即被废止呢?已故的雅各布·瓦伊纳曾指出:

> 在经济领域,影响重大社会问题的重要规则实际上是极其罕见的。它们之所以具有相当程度的持续性,从下列事实可得到主要的说明:它们可能演变成为一种清规戒律;或者自行失效,从而在公开讨论和理论中趋于消失;或者,它们忍受着广泛的规避。经济规则具有相当程度持续性的最显著实例是,禁止有利息的贷款和维持以贵金属表示的固定的货币本位制。但是,这些可获得的历史事例将使经济规则的最热心倡导者感到失望。①

几种可能的折衷

在赞同和反对货币增长率规则之间,一些经济学家要寻求折衷是不奇怪的。我们已经提过一个折衷办法——不是对联邦储备系统提出一个单一值的指标,而是给出一个幅度,比如说 M_1 应该增长 4%—6%,并且还可能允许在特殊情况下超出这一幅度。

另一种可能的折衷办法是,每一季度都调整货币增长率,以抵消最近一季度或几个季度内货币流通速度的变动。这可防止由于流通速度的长期趋势与制定规则所假定水平之间的差别而导致的价格水平波动。

还有一个折衷办法,即名称不雅的"准规则"。它是指某些不断反映收入变化的规则,而不是固定货币增长率的规则。例

① 参阅雅各布·瓦伊纳:《货币当局应拥有自主权的必要性和合理程度》,载利兰·耶格尔编:《寻找货币制度》,哈佛大学出版社(剑桥)1962年版,第248页。

如,联邦储备系统可以公布一个方程式作为它的政策,该方程式把货币存量增长率与不久前的收入变动率联系起来。一些研究同时运用了 MPS 模型的早期范式和圣路易斯模型,并且指出,如果这两个模型的任一个都是对经济的正确描述,那么就存在着一个能比固定增长率规则运行得更好的准规则。但是,这些研究存在着两大弱点:第一,由于假设各种情况下的货币政策时滞都等于平均时滞,这些研究的假定就部分偏离了货币规则的理由。第二,正如第 23 章所述,采取一个规则将改变社会公众的预期以及他们的行为方式。因此,即使 MPS 模型或圣路易斯模型能绝对真实地反映该规则被采用之前的经济运行,一旦采用了一个准规则,情况可能不复如此。

总之,关于联邦储备系统是否应该继续采用酌情决定的政策、增长率规则或者一些折衷办法的问题,至今尚未得到解决。

货币主义者的其他政策主张

支持货币增长率规则是货币主义的一个主要特点,因此弗朗哥·莫迪里亚尼认为这是货币主义者和凯恩斯主义者的基本分歧点,因为凯恩斯主义者现在也同意货币是一个重要

的变量。[①] 然而，这也许是言过其实的。一般地说，凯恩斯主义者仍然不如货币主义者那样注重货币存量的变化。

此外，货币主义不仅仅是偏爱稳定的货币增长率。在第15章，我们已经简述了货币主义理论的6个特征：货币供给是推动货币收入的主要因素；对传导过程的独特见解；私营部门的稳定性；不同行业需求分配的名义收入决定的不相关性；注重整体价格水平而不是个别价格；以及偏好小的经济计量模型。

在讨论货币政策时，我们已经考察了货币主义者的其他3个主张：采用货币存量而不采用利率或国民生产总值作为指标（同时相信联邦储备系统能够控制货币存量）；采用总准备金或基础货币作为手段；以及支持货币增长率规则。还有其余3个政策主张，连同上面共计12个政策主张，可完整地描述货币主义。其一，由于菲利浦斯曲线采取实际值形式，失业和通货膨胀之间的权衡交替是无用的。大多数凯恩斯主义者同意在失业和通货膨胀之间最终或几乎不存在权衡交替，但他们认为，在足够长的时期内，存在这样的权衡交替对于稳定性政策是有用的；其二，货币主义者比凯恩斯主义者更为强烈地反对不可预测的通货膨胀，并且相对地不关心失业；其三，货币主义者通常赞同自由市场过程，而且和凯恩斯主义者相比，他们更反对政府干预。

货币主义的这些特征之间互有联系，并且是和货币主义

① 参阅弗朗哥·莫迪里亚尼：《货币主义者的争论：或者我们要抛弃稳定政策吗？》，载《美国经济评论》，第67期，1977年3月，第1—19页。

者坚持长期观点的倾向相关的。如果长期以来所观察的名义收入波动主要来自货币增长率的变化,而不是由于货币流通速度的变化,那么,稳定的货币增长率似乎是必要的。再则,在货币增长率没有波动的情况下,如果私营部门是稳定的,那也就不需要反周期性货币政策。同样,那些希望有稳定货币增长率的人们,显然要联邦储备系统以货币存量而不是以利率作为指标。此外,如果我们考察整体的价格水平,那么成本推进型通货膨胀就似乎不会有什么危险,因而,联邦储备系统也就不必采取增加货币存量,且不顾价格上涨而保持高就业的政策。除此之外,如果在失业和通货膨胀之间不存在有用的权衡交替,那么稳定政策实际上不会有什么潜在作用。货币增长率规则还会消除联邦储备系统转向通货膨胀政策的危险,并可避免政府实行自由放任的因而被某些人认为是随意的行动。

但是,这并不意味着我们只有接受了货币主义者的其他所有主张,才能接受货币增长率规则。例如,假定货币政策的效应存在着长期和不可预测的时滞,或者联邦储备系统面临不可抗拒的政治压力,或者对自行决定政策的合理预期批评是正确的;如果存在上述的任何一种条件,那么在大多数情况下,货币增长率规则就要比酌情决定的政策更为可取。

金 本 位 制

稳定货币增长率规则是排除政府任意控制货币供给的一种方式,但不是唯一的方式。另一个方式是恢复金本位制。我们将在下一章稍微详细地讨论金本位制,这里,我们仅仅讨论它如何限制政府对货币供给的控制。

其实，在金本位制下，货币并不一定要由实际的金币所组成。金本位制的要求是：⑴不同形式的货币都要能够兑换为黄金；⑵政府按固定价格买进或卖出黄金；⑶政府不禁止黄金的自由进出口；⑷政府不借助公开市场业务等方式来抵消黄金流入或流出对货币供给的自动调节作用。

假设这几种条件都能符合，并且联邦储备系统增加了基础货币，那么，货币供给就增加，而且如第22章所述，美元汇价在外汇市场上将下跌。由于美元对英镑、法国法郎等货币的比值减少，一些人就会按照固定的美元价格向美国财政部购买黄金，然后把这些黄金在国外出售，以换取外国通货。这样就可以取得利润，因为现在的外国通货能值更多的美元。一旦美国财政部售出黄金，社会公众的货币存量就减少。而且，随着人们利用这种机会进行谋利，美国的黄金储备量将下降，这就会促使联邦储备系统毫不迟疑地采取紧缩性政策。因此，联邦储备系统企图过度增加货币供给的尝试就不能成功。

相反，假定联邦储备系统已采取紧缩行动，随着利率上升与产出和价格的下降，外汇市场上的美元汇价就上升；这就会刺激人们用外国通货按其固定价格（即低于美元汇价的价格），购买外国的黄金，然后出售给美国财政部。随着财政部为购入黄金而付出美元，货币供给再次增加，从而抵消了联邦储备系统的紧缩性行动。

这是否意味着，金本位制由于具有限制联邦储备系统的权力因而是合乎需要的？大多数经济学家的回答是否定的。很明显，那些认为联邦储备系统的行为从总体上看对经济有着积极影响的人们都反对金本位制；而那些要求取消联邦储备

系统自行控制货币供给权力的人们则抵制金本位制，而赞同稳定的货币增长率规则。金本位制不能阻止联邦储备系统以通货膨胀性的比率增加货币存量，如果其他国家也存在着通货膨胀。在这种情况下，外汇市场上的美元汇价就不会下跌，因此美国的货币存量不会由于黄金的输出而减少。金本位制无法阻止一个国家的通货膨胀，但也不会使该国的通货膨胀高于其他国家。因为世界是一个整体，黄金供给是影响世界通货膨胀率的一个决定因素。

金本位制的另一个问题是，它使美元价格相对黄金而固定，但是相对其他商品则未必如此。假设世界上大量发现金矿，随着黄金供给增加，黄金价格相对其他商品和劳务就必然要下降。如果货币价格对黄金是固定的，那么对商品和劳务而言，则必然下降。也就是说，我们面临了通货膨胀。

再则，人们可能会问，那些原则上支持金本位制的人是否真正允许实行金本位制。假设黄金流出要求美国大幅度通货紧缩，或者黄金流入要求大幅度通货膨胀，金本位制的支持者是否还坚持自己的观点呢？最近的外汇汇率和黄金价格的显著波动，已说明它在金本位制度下，会导致美国价格的大波动。因此这是一个很值得提出的问题。此外，金本位制要求各国持有一种不会赚取利息的资产——黄金。

私　营　货　币

以西德弗莱堡大学的弗里德里希·冯·哈耶克为首的一些经济学家，要求在货币体制中引进竞争，以便作为监督中央银行的一种方法。他们提倡各银行发行自己的货币，即各家银

行的货币互不相同。人们既可以按政府货币如美元或英镑，也可以按私营部门发行的货币来签订合同。这两种形式的货币都可以流通。社会公众将趋于持有价值受通货膨胀腐蚀最小的货币，这就会刺激每一家银行和政府，通过限制数量来维持其货币的价值。

这是一个巧妙的计划，但是它也存在一些问题：第一，如果社会公众对货币问题较为保守，私营货币的发行者就会发现，它们的货币不可能与具有较高信誉和实力的政府货币相竞争。第二，该计划存在着一种危险：货币发行者起初会奉行稳健政策，确立其良好信誉，从而使许多人都愿意接受这种货币。然后突然之间，将这种货币抛向市场，继而激流勇退，此后，他就逍遥自在地生活下去了。

一种更激进的建议是，完全废除政府货币，并且切断交换中介和价值尺度的联系。价值尺度由一揽子商品所组成，其中包括固定数量的多种不同商品。由于这一揽子商品的价格将大体上根据总价格水平而运动，当任何人签订合同，拟支付一定数额的某种货币单位时，他们既不能从通货膨胀中得到什么利益，也不会有所损失。因此，这是一种理想的价值尺度。交换中介将由支票或流通券构成，它们来自以一揽子商品定价的货币市场基金。在这样的货币体制里，不会发生通货膨胀，因为相对所有的商品和劳务，这样的价值尺度，即一揽子商品，具有稳定的价值。总需求的减少也不会产生问题。如果人们决定减少购买商品而增加货币持有额，他们只要直接增记自己在货币市场基金中的帐户，其后便可以用该基金来购买更多数量的这些一揽子商品。在这样一个没有严重宏观经济

动荡的经济里，还可以取消联邦储备系统。这样一种货币体制能否实际运行，还需要进一步调查。但不管怎么说，由于这种建议太激进，以致在可预见的将来，不存在被认真采纳的可能性。

充分就业观点

到此为止，所讨论过的各种货币规范都会大大地削弱或取消联邦储备系统的作用。另一个规范则要使联邦储备系统在维持充分就业方面发挥相当积极的作用。它有一个主导目标—— 充分就业，和一个次要目标—— 维持低利率及其稳定。因此，它要调节货币需求的各种增加，而不论这些增加是由 IS 曲线或是 LM 曲线的移动所引起。

从更长期看，垂直的菲利浦斯曲线的结果如何？这样一个扩张性政策导致加速通货膨胀的危险程度如何？这一规范的支持者反对菲利浦斯曲线接近政策，他们认为，用失业来抑制通货膨胀是不道德的，因而他们将主要依赖收入政策。而且，他们坚持，如果具有更为公平的收入分配，工会就不会强烈要求增加工资，菲利浦斯曲线的斜率将不至于那么陡，一个体现被广泛接受的收入政策而不是体现失业的社会契约，将成为抑制通货膨胀的适当方式。紧缩货币以及随之而来的高利率，只会使通货膨胀更加恶化，而不能缓解通货膨胀，因为提高利率会促使企业厂商提高价格。但是，只有一小部分经济学家接受了这一观点，大多数的美国经济学家则怀疑社会契约和收入政策的有效性。

小　　结

1.许多经济学家认为,稳定货币增长率规则是在我们的有限知识条件下能够做到的最佳规范。他们指出,长期和可变的时滞以及政治压力很可能会阻碍酌情决定的货币政策。

2.酌情决定的货币政策的支持者怀疑时滞是真正的变量。他们指出,供给冲击、货币流通速度变化以及准货币的发展,都会导致固定货币增长率规则的失效。

3.一些经济学家采取折衷的主张,例如限制货币增长的幅度或者使用准规则。

4.我们可以识别货币主义的政策主张,它们包括:以货币存量为指标,赞成固定货币增长率规则,利用总准备金或基础货币为手段,反对菲利浦斯曲线的权衡交替,相对更为关注通货膨胀而不是失业,以及相对偏向自由市场程序。

5.阻止联邦储备系统酌情决定政策的另一个建议是恢复金本位制。然而,如果其他国家存在通货膨胀或者世界黄金供给增加,金本位制仍然不能防止通货膨胀。

6.一些经济学家提倡私营货币与政府货币一起流通,或者以私营货币取代政府货币。

7.另一些经济学家则赞同伴随收入政策持续实行扩张性政策。

问题与练习

1.写一篇短文,表示赞同或反对货币增长率规则的理由。
2.再写一篇短文,反驳你写的上篇短文的观点。
3.试述赞同和反对金本位制的观点。
4.试陈述你对良好货币规范的认识。

第 5 篇

国际货币和国际金融

26

国际货币制度的演变

国际货币制度提供了一种结构，使一国居民能向另一国居民进行支付。这种支付是必要的，因为一国的进口商必须向另一国的出口商进行支付；或者是进口商必须首先取得出口商居住国的货币，或者是出口商先取得进口商所在国的货币，再把它兑换成本国的货币。

工业和贸易的经营与融资需要是通过某些安排来满足的。这些安排最大限度地降低国际交易相对于国内交易所具有的附加费用、不便和风险。这些费用，虽然一般说来是很小的，但随着国际货币安排的变动而时有差异。在上一世纪，国际货币制度从依赖于黄金发展到主要依靠几个国家的货币（尤其是美元）来满足国际储备资产的需要，这些货币为国际支付提供了基础。国际支付安排的变化不是随机的，它既是对货币失调及经济结构失调的反应，也是对各主要国家间政治关系变化的反应。

国际货币制度可通过3个主要特征加以区分:外汇市场的组织,用来融资或结清国际收支差额的资产种类,调节国际收支失衡的机制。

由于组织外汇市场和产生国际储备资产的制度基础发生变化,国际货币制度的名称也随之改变。第一次世界大战以前,金本位制的概念一直适用于国际金融安排;第一次世界大战之后,金汇兑本位制就成为这种机制的基本形式了。

本位这一术语,在与金本位或复本位并用时,表示一种度量或记帐单位,就像一码或一公升。那时,各国的货币都要折合成以黄金表示的价值,例如1美元等于重1.672克成色90%的黄金。

一种以协定为基础的国际货币制度,即通称的布雷顿森林制度建立于第二次世界大战期间,并且一直运行到70年代初期。随着1971—1973年期间布雷顿森林协定的破产,各国之间的支付安排变得更加多样和折衷,现在,没有一个比较全面的术语能恰如其分地描述国际支付安排。但是,自从第二次世界大战以来,在组织外汇市场和产生国际储备资产的安排中就运用着制度这一术语。

这一章将首先阐述流行了近100年的3个国际货币制度。然后转而讨论促使国际金融安排演变的经济和政治因素,尤其要论述作为一股经济支配力量的美国是怎样崛起的。

金　本　位　制

19世纪通常被称为金本位制时代，虽然更详尽的分析表明，对大多数国家来说，这一术语更适合于1880—1913年期间。如果一个国家立法规定，它的主要银行和金融机构要按一个固定价格，即法定平价，兑换或回购其金融负债，它就是“加入”了金本位制，这个法定平价表示该国货币单位换算成特定数量黄金的价值。例如在1879年1月初，美国恢复了金本位制，虽然它在1863年曾放弃金本位制；美国的商业银行又一次不得不把其金融负债换算成黄金。表26·1列示了主要国家的法定平价以及主要外国货币的美元价格。例如，1816年英国议会法令规定英格兰银行按每盎司3英镑17先令9便士的价格购买黄金，并按每盎司3英镑17先令10.5便士的价格售出黄金，且黄金的成色或纯度是91.667%。有些国家把它们的货币同时钉住于白银和黄金，从而它们实行了复本位制；这些国家的金融机构必须按照各自的法定平价随时购买并出售黄金和白银。事实证明，复本位制是很难管理的，因为它需要维持黄金法定平价与白银法定平价之间的固定比价关系。但在不同时期，每当白银或黄金有新的重大采掘时，都必须改变其中的一种法定平价。

由各国承诺把它们的货币钉住黄金而产生的主要副产品

是钉住的汇率制度。例如,如果英格兰银行愿意按一盎司 77 先令 10.5 便士的价格买卖黄金以及美国财政部愿意以一盎司 20.67 美元的平价买卖黄金,1 英镑的美元价格就等于 4.865 美元(一度要对纯金成色略高的英国金铸币作出调整)。[①]

一些中央银行是按它们的法定平价来买卖黄金的。然而,大多数中央银行以略低于法定平价的价格买进黄金,而以略高于平价的价格出售黄金。法定平价与黄金买卖价格之间的

表 26.1 金本位制下主要货币的平价

国 家	单 位	重量[a]	成色[b]	一盎司黄金的价值	美元的平 价
美国(1879)[c]	1 美元	1.672	0.900	20.67 美元	—
英国(1816)	1 英镑	7.988	0.917	3/17/10.5 英镑	$ 4.865
法国(1878)	1 法郎	0.322	0.900	107.1 法郎	0.193
德国(1871)	1 马克	0.398	0.900	86.8 马克	0.238
意大利(1878)	1 里拉	.3226	0.900	107.1 里拉	0.193
荷兰(1875)	1 荷兰盾	0.672	0.900	51.4 荷兰盾	0.402

a:以克表示的标准铸币的金量。

b:标准铸币的成色= 纯金所占比重。

c:括号里的日期表示通货钉住黄金的日期。

(资料来源)M·L·米勒曼:《世界货币》制度,查尔斯·H·尼科尔图书公司(纽约)1894 年版。

① 因而,如果一盎司黄金既等于 77 先令 10.5 便士乘以 0.917/0.900(即按不同铸币纯金比重所作的调整)又等于 20.67 美元,则 20 先令或 1 英镑等于 4.865 美元。

这些微小差价叫做手续费，用以补偿各国中央银行的交易费用。另外，一些中央银行有节制地改变黄金售价，当黄金需求增大时提高其价格，以使需求的数量减少；这些国家被称为实行"跛行金本位制"。

黄金和国际储备

金本位制的一个重要特征是，中央银行以黄金形式持有较大部分的国际储备。英格兰银行持有的资产几乎都是黄金；其他国家中央银行资产的较大部分也是黄金，其余资产则是以英镑、法国法郎和本国货币计值的政府证券。黄金在各中央银行的国际储备中的不同比例反映了它们经营需要上的差异。英国以外的这些国家之所以把英镑作为其资产的一个较大份额，原因在于它们要在伦敦出售英镑债务；伦敦是当时的世界主要金融中心。与此类似，居住在法国以外的借款人在巴黎出售债务后将获得法国法郎。而且，这些借款人还必须取得英镑和法国法郎来偿还以这些货币计值的债务。

黄金和国际收支不平衡

金本位制的第二个特征是，黄金可能从具有国际收支逆差的国家——广义地说，即从那些进口商品、劳务和证券大于其商品、劳务和证券出口的国家，流向国际收支顺差的国家。黄金流动可用于结清国际收支的不平衡。但金本位制阶段的一个反常现象是，从逆差国家实际流入顺差国家的黄金数量相当小。在纽约和伦敦之间运送黄金要支付运费和保险费和利息费用（即从一国付款人获取黄金之日到另一国收款人收

到黄金之日止，不能以黄金作为财富投资而放弃的利息收入），所以，贸易商和投资者找到了花费较少的国际支付方法。

作为黄金交易的代替形式，延期支票形式的汇票市场获得了发展。这些汇票是由进口商或买方签发的借据，其中指明将在 30 天或 90 天内支付购货款项。例如，当一个美国出口商把小麦卖给英国时，他可以收到一张以英镑为面值、期限为 30 或 90 天的汇票；这张汇票的市场价格要低于到期日的面值，因为该汇票是按一定的折扣（反映利率）出售的。美国小麦出口商需要美元而不是英镑，他可以在伦敦把这张英镑汇票出售，并在伦敦购买黄金运回美国，或者他可以在纽约把该汇票卖给另一个需要在伦敦进行支付的美国进口商，从而避免运送黄金的费用和不便。这个美国进口商会以美元支付这张英镑汇票，于是美国小麦出口商就获得了美元，他不仅避免了把黄金从伦敦运回纽约的费用，而且还赚到了这张汇票从伦敦向纽约传送期间的利息。

因为向伦敦传送汇票的费用低于把黄金运到伦敦的费用，所以美国进口商愿意用美元对该汇票支付高于等值英镑付款所需的黄金数量的价格，而高出的上限就是运送黄金到伦敦进行支付的能力。同样，从伦敦运送黄金到纽约进行支付的能力则是美国出口商愿意接受这张英镑汇票的美元价格的下限；如果美国出口商预期美元价格将下跌，他将宁愿运送黄金。

“博弈规则”

金本位制的第三个特征就是“博奕规则”的观念，也就是

说，国际收支顺差的国家将采用扩张性货币政策，因为黄金流入会导致其中央银行金融负债的增加。相反，国际收支逆差并有黄金流出的国家将采取紧缩性货币政策，其中央银行的金融负债会减少。在顺差国家，商品价格水平会上升，而在逆差国家则会下降。随着这两类国家的国际竞争实力发生变化，第一类国家的进口增加，出口减少；相反，第二类国家则进口减少，出口增加。各个国家之间价格水平关系的变动将持续至达到国际收支平衡为止。所以，国际收支的不平衡毋需各国中央银行采取不同的措施便可以自动地得到修正。

这个调整过程似乎是自动的，由一只看不见的手在引导。各国遵循博弈规则的表现是不同的。然而，一旦接受了黄金平价，各国就可以维持它们的平价，这样，一旦出现导致支付不平衡的障碍，该制度的某些机制就会促使其恢复支付平衡。

必须注意，运用博弈规则的一个重要方面就是，为了维持一种价格即黄金平价的稳定，各国都要接受它们国内价格水平的变动。当一国有了国际收支顺差，其国内价格水平就上升，当它出现国际收支逆差，其国内价格水平就下降。国内价格水平的这些变动使各国能够维持它们的黄金平价。

黄金与商品物价水平

金本位制的第四个特征是，商品价格水平长期稳定。如果用作货币的黄金的存量因为新金矿的采掘或新的更便宜的金矿提炼技术的出现而在世界范围内急剧增长，许多国家的中央银行都会同时获得黄金流入，它们的货币供给也会同时随之增加。在新的、更高的商品物价水平上，黄金开采的成本将

提高，黄金生产水平就下降，这就阻止了商品价格水平的进一步提高。相反，如果黄金的需求相对黄金供给而增加，则商品价格水平将由于供货币用的黄金数量的减少而下降。在商品价格水平较低时，更多的黄金将被开采，而商品价格水平的下降最终也会停止。所以，正像国内价格水平不断变化从而使国际收支恢复平衡一样，世界价格水平的变动也会自我限制。因此，价格水平如果不是逐年稳定的话，在几十年的长时期内是会达到稳定的。

图 26·1 列示了美国和英国在 1800—1950 年的商品价格水平。第一次世界大战爆发时的商品价格水平比上一个世纪的价格水平并没有很大差别。价格水平平均每年变化很小，甚至不到 1%。而且，除了主要战争时期之外，几乎没有几年

的价格水平的年变动率超过3%。

金本位制的吸引力是它的通用的、自动的、自我修正的特征以及保证长期内价格水平的稳定;国际收支的调整可以易于进行;最后,第一次世界大战前半个世纪的国际经济巨大繁荣使得人们认为,金本位制是最理想的货币安排。

第一次世界大战期间,大多数国家都不再把它们的货币与黄金挂钩。而且,由于巨额的军费开支,它们的价格水平急剧上涨。战后,一些国家,主要是战争中的中立国家,恢复了它们战前的法定平价。英国于1925年回复到战前的平价。由于商品价格水平的应有变动需要执行通货紧缩的货币政策,结果带来高水平的失业。其他国家最终都提高了以本国货币表示的黄金价格。回顾过去,如果当时各国愿意提高以货币折算的黄金价格,从而跟得上第一次世界大战期间的价格水平上涨,那么,重新建立金本位制似乎会更简便易行并且花费更少。

金汇兑本位制

金汇兑本位制产生于本世纪20年代初期,它是对预期的黄金短缺的反应,因为当时黄金的供给下降而需求上升。预期的黄金供给下降是由于国内价格水平上涨、黄金生产成本相应增长以及黄金的固定卖价等因素共同造成的。黄金需求的

增长则是下列两个因素的结果：一是奥匈帝国的崩溃使中央银行的数量增加，二是第一次世界大战期间及随后各国价格水平的上涨。由于商品价格水平提高，相对于白银和其他贵金属来说，只要黄金平价保持不变，黄金就变得更便宜了。

黄金是否充足的问题在国际联盟主办的两次会议上进行了广泛讨论（1920年在布鲁塞尔；1922年在热那亚）。由于各国中央银行不愿意提高以本国货币表示的黄金的价格，这些会议的参加者就提出了节约使用黄金的一些途径：限制私人用金铸币进行支付，用作货币的黄金集中由中央银行持有。此外，第一次世界大战前就证明为可行的一种做法得到了正式承认和批准：一些中央银行以外汇形式持有其储备，如以英镑、美元或其他货币计值的银行存款、国库券和银行承兑票据等。

金汇兑本位制仅仅是为了改变国际储备的组成；中央银行仍然应该遵循博弈规则来调节国际收支，各国仍将维持其货币对黄金的法定平价。然而也有一个变化。如果美国或英国出现国际收支逆差，而那些国际收支顺差的国家获得了以美元或英镑计值的资产，则美国和英国将不再遵循博弈规则，不减少其中央银行的未清偿负债。至于国际收支顺差国家仍将增加它们的货币储备；金本位制的自动调整趋势也依然存在，只是调整的方式或多或少比第一次世界大战前更不对称了。

建立金汇兑本位制的理由是，它将提供一个稳定的结构，以便各国货币再次按照它们的法定平价相交换。但是，在第一次世界大战到第二次世界大战的大部分时间里汇率并没有钉

住。1925年5月,英国按其1913年的法定平价把英镑与黄金挂钩。到1931年9月,英国认为,从国内就业状况来看,维持黄金平价的代价太大,于是允许英镑浮动。然而,英国政府在外汇市场上进行了广泛干预。本世纪30年代是汇率急剧变化的十年,随之出现了多米诺骨牌模式:美元在1933—1934年贬值,然后是法国法郎和荷兰盾在1936年贬值。30年代末的汇率组合与20年代末的汇率组合差别不大。在连续贬值后,黄金的货币价格提高了75%。

在30年代期间,以英镑、美元和其他主要货币计值的国际储备的增长是温和的。在20年代末,外汇持有额计占国际储备的20%。30年代末,由于黄金价格在世界范围的明显增加及货币用黄金持有量的价值急剧增长,这个比例下降了。相比之下,在40年代,各种外汇占国际储备的30%,大多数国家的储备都包括了美元资产或英镑资产。

战争期间的货币不稳定表现为汇率的急剧变动、失业的高水平、尤其是国际支付特殊限制的增加等方面的联合。这种不稳定有时与英美的冲突相关连。前者的经济力量正在下降,而后者则正在加强。这种冲突的一个方面是,适合美国国内经济的利率吸走了伦敦的资金,英格兰银行不得不把英镑的利率提到更高水平来抗衡,其结果加剧了英国的失业。在本世纪30年代初期,关于美元对英镑汇率的合适比价曾有过争论。美国政府偏好的合适比价曾使美国商品的竞争力大大增强,以致英国政府认为不能接受。

经济力量从英国到美国的转移,就当时美国经济规模相对英国经济规模的增长状况而言,几乎是不可避免的。至于这

种转移是否能够予以调停而不致出现实际发生过的那些不稳定,则是猜测的。主要的政策失误同时造成汇率波动和高失业水平。这些失误之一在于不愿意调整外汇平价以反映第一次世界大战后价格水平的增长。第二个失误是,许多国家不愿意提高用作货币的黄金的价格以适应国内价格水平的增长。

布雷顿森林制度

早在第二次世界大战期间,美国和英国就倡导建立一些经济机构来处理预期战后时期发生的问题,并避免重蹈前 20 年货币和贸易动乱的覆辙。当时曾计划建立一个国际贸易组织(ITO),提供一种结构以降低关税、制定商品协议来限制原材料价格的波动,并配合各国的反托拉斯政策。尽管国际贸易组织未能产生,但其章程的第一条则导致关税和贸易总协定(GATT)的成立,使它在促进降低关税和缓减其他贸易障碍方面一直成为占主导地位的机构。由此,还成立了国际复兴开发银行(IBRD,即世界银行),旨在促进西欧国家的战后复兴。由于这个任务在 40 年代就已完成,该银行便侧重于扩大对发展中国家的金融援助。第三个机构—— 国际货币基金组织(IMF)的建立,是为了从几种途径来促进国际支付的稳定:制定对外汇平价的变动和对国际支付进行外汇控制的规则;组织一个由各国货币构成的联合体,以便各国可以向它借款而

帮助它们改善国际收支逆差。世界银行和国际货币基金组织被认为是布雷顿森林制度的机构,因为建立这两个机构的协定都是在美国新罕布什尔州的布雷顿森林避暑胜地签订的。而且,列入国际货币基金组织章程的汇率安排就被称为布雷顿森林制度。

国际货币基金组织

国际货币基金组织是布雷顿森林制度的化身。所以,这个制度在其立法方面与金本位制和金汇兑本位制都有明显的不同,因为早先的货币体系还没有国际性的立法基础。而且,布雷顿森林制度是由跨国的文职官员管理,直接对各成员国(通常是它们的财政部长)选出的理事会和常设的执行董事会负责。后者基本上由各成员国的代表组成。

国际货币基金组织的每个成员国都必须公布本国货币对黄金或美元的外汇平价。随后的外汇平价变动要与国际货币基金组织磋商或取得它的批准。

该基金组织成立时,其计划资本相当于100亿美元。加入国际货币基金组织的国家必须认缴资本;各国认缴的资本数量或份额是根据该国在世界进口总额中所占的比重和它的黄金持有量来确定的。每个国家认缴资本额的四分之一以黄金支付,其余四分之三则以无息即期票据形式的本国货币支付。

一旦成员国出现国际收支逆差,它可以从基金组织所掌握的资金总库中借出一种货币,其数量相应地基于各国认缴资本份额的大小。这一份额的四分之一左右是可自动借出的,其余部分则要在斟酌选择基础上借出。为了提供这些贷款,该

基金组织可能兑现一部分无息即期票据。比如,在 1956 年中东苏伊士危机期间,英国从该基金组织借出大约 20 亿美元。用该基金组织的术语来说,英国是向国际货币基金组织“提款”,即用英镑购买美元,结果该基金组织的美元持有额下降,而英镑持有额则上升。基金组织通过兑现一部分美元计值的即期票据得到了美元,而这些即期票据是美国财政部作为美国认缴资本的一部分缴入的。英国要向国际货币基金组织支付利息,利率是根据与其份额相关的借款数额大小和贷款归还期限长短来决定的。当英国归还贷款时,它是以美元或该基金组织可接受的其他货币来购回英镑的。

布雷顿森林制度的一个值得注意的特征是,国际货币基金组织的规则力求像航运和旅游那样取消对商品和劳务支付上采用的外汇管制,尽管它仍然允许成员国在战后恢复时期保留这种限制。各成员国还可以不限期地保留其对证券交易如股票和债券的限制。

国际货币基金组织的活动

基金组织的章程规定,成员国借款的能力不取决于该基金组织对各成员国的经济和社会政策的认可。然而,若干年来,基金组织的管理当局倾向于,只有当成员国具有解决其国际收支问题的合理前景时,基金组织才能对它提供贷款。到 1980 年,基金组织的资本达到 500 亿美元,这是由于成员国数量增加以及每个成员国认缴资本份额也有若干增加。两次重要的体制改革,一次在本世纪 60 年代初期,另一次在 60 年代后期。这两次改革补充了定期增加国际货币基金组织份额

的安排,作为增加该基金组织的可获得基金和国际储备供给的一种途径。为了缓解基金组织可能出现的通货短缺,该组织的章程于1963年附加了基金组织可以借入各成员国货币的"借款总安排"。

其中涉及的一个主要修正措施是建立特别提款权(SDRs)。这是一种新的国际储备资产,推行的理由是,人们认为黄金和国际储备资产可能出现短缺,如果不迫使美国发生国际收支逆差,则大多数国家将不能满足它们的储备需求。最初,特别提款权的单位价值等于1美元(国际货币基金组织每天确定特别提款权的单位价值)。在1968—1971年期间,通过国际公开市场业务形式创造了100亿美元的特别提款权;每个成员国根据其在国际货币基金组织中的份额比例得到新创造的特别提款权。各成员国可以使用特别提款权向其他成员国或该基金组织购买外国货币。例如,假设英国出现国际收支逆差,它可以把一些特别提款权出售给基金组织以取得美元,或在外汇市场上获得足以维持英国货币的其他国家的货币。而且,特别提款权开始具有记帐单位的某些特征,一些国家已经以特别提款权表示其货币的外汇平价,正像早些时候它们采用黄金继而采用美元来公布外汇平价一样。

在50年代和60年代,国际贸易和国际支付迅速增长,而西欧国家在40年代对国际支付采用的外汇管制趋于减少。主要工业国家的国民收入的增长相当大,所以,第二次世界大战后的情况大异于第一次世界大战后的情况。

有一点要说明的是,在国民收入和国际贸易上的这种繁荣应归因于该基金组织,尤其是对改变汇率的有序安排和外

汇管制的减少。确实，1950—1970年期间的一个令人惊讶的特征是，主要货币汇率平价的变化很少发生。英镑有一次贬值，法国法郎有两次贬值，联邦德国马克也有两次贬值，荷兰盾有一次贬值，而日元、瑞士法郎、意大利里拉和比利时法郎的外汇平价则基本不变。世界经济惊人增长的另一种解释是，美国通过维持相对稳定的价格水平而为其他国家国民收入的增长提供了一个稳定的基础。

对国际货币基金组织具有嘲弄意味的是，虽然该基金组织的规则是为了避免外汇平价的频繁变动而制定的，但事实证明，外汇平价并不是频繁变动的。而支付的不平衡却由于不再有"博弈规则"来调整国际收支而扩大起来。各国都致力于国内充分就业政策，当可能产生使失业增加的结果时，它们就不愿意采取减少国际收支赤字的措施。而且，对于国际收支有逆差或有顺差的国家是否应该采取主动性措施以减少收支不平衡的扩大，人们尚未获得一致的理解。不愿意改变汇率平价这一事实，反映出收支逆差的国家相信，货币贬值将被看成是它们经济政策失败的证据；而顺差国家则相信，持续的不平衡反映了逆差国家在实行通货膨胀政策。

国际货币基金组织的成败与美国经济政策的成败密切相关。当美国通货膨胀率降低时，布雷顿森林制度就能起作用。当美国经济政策变得不太成功（如60年代后期美国的通货膨胀率上升）时，美国的国际收支逆差变得过大，以致难以用其他国家需要收支顺差和需要国际储备资产来解释。该基金组织实际上无力影响主要国家汇率的系列性变动。只要顺差国家愿意增加其持有的美元资产数额，美国就可能出现更大的

国际收支逆差。如果国际收支不平衡只限于那些较小的工业国,则国际货币基金组织在促使它们回复收支平衡方面就很能起作用。但是,当这种不平衡涉及最大的工业国时,基金组织的机制就显得无效了。

随着70年代通货膨胀率的增长,各国已不能成功地维持它们的外汇平价,转向浮动汇率成为不可避免的趋势。国际货币基金组织的汇率平价规则已变得过时。而且,随着70年代国际储备的爆炸性增长,该基金组织机制在满足国际储备的需要方面也似乎变得不相干了。

转向浮动汇率

在布雷顿森林制度建立之时,美国的国际经济地位似乎是至高无上的。各国坚信会有一个长久的美元短缺,也就是,欧洲国家愿意在任何汇率条件下,以持续超过其获取美元能力的方式来花费美元。虽然1949年的贬值立即导致了美国国际收支逆差,对美元短缺的关注仍然持续了十余年。

1950年后,美国的国际收支情况可分为3个阶段。在第一个阶段,即从1950年到60年代中期,美国每年的收支逆差很小,而且主要反映出其他国家愿意增加其黄金和美元资产的持有额。它们对这些资产的需求正是造成美国国际收支逆差的原因。到60年代后期,美国国际收支逆差开始增加到难

以用外国需要黄金和美元来解释。在1969—1971三年期间，美国的国际收支逆差累计达到400亿美元，这部分地是由于美国大量工业产品的竞争能力下降，以及对美元贬值所引起的投机反应增大。在1969年秋季，联邦德国马克升值；1970年春天，加拿大政府放弃把本国货币的汇率钉住法定平价，加元立即升值近10%。在以后的15个月中，对其他国家货币升值或美元贬值的压力更趋强烈了。

布雷顿森林制度的崩溃

1971年8月，美国财政部正式停止向外国官方机构出售黄金。美国政府还实行了10%的关税附加费，以促使其他工业国提高它们货币的比值，前提是这些货币升值后，关税附加费将要下降。美国与欧洲国家和日本的谈判，使上述交易正式化。1971年底，签署了在1972年实施的史密森协定。其中规定，美元对黄金的价格升到38美元，美元实际贬值12%，而且取消了关税附加费。这个钉住的汇率的新制度仅仅延续了一年多，美国国际收支逆差再次扩大了对美元的投机。由于各国货币当局无力采取一些措施促使新的钉住汇率制度成为可行，所以，浮动汇率又一次成为不可避免，就像第一次世界大战刚结束那几年一样。

70年代初期向浮动汇率的转变，是因为当时没有可行的替代机制足以调节国际经济中的变化。这些变化之一是，美国的通货膨胀增长快于其主要贸易伙伴。美国在50年代和60年代初期稳定价格措施的较大成功，提高了国外对美元资产的需求；但在70年代，美国未能保持低通货膨胀率，使这种需

求趋于减少。而且，外国对美元资产需求的下降，还可能由于美国似乎已经失去了它在世界工业产品市场上的统治地位。最后，世界石油价格的急剧上涨和欧佩克的大量国际收支顺差，也引起货币流动发生显著变化。为了调节国际收支顺差和逆差的急剧变动，汇率的改变就很有必要了。

70 年代初期，美元在外汇市场上的贬值超过了美国价格水平增长与国外价格水平增长的相互关系变化所预期的幅度。到了 80 年代，投资者（包括中央银行和私营机构）试图建立美元的替代物来作为国际储备资产。这个问题呈现着部分循环的情况。投资者放弃美元资产是由于外汇市场上美元的疲弱；然而，美元在外汇市场上的疲软则由于：随着外国官方机构使其储备资产的货币种类多样化，国外对美元资产的需求已下降。

70 年代美国经济实力的下降、布雷顿森林制度的崩溃、美元的疲软，这些与 20 年代英国经济实力的衰退、金本位制的垮台、英镑的疲软有着相似之处。其共同的一个因素是，它们都不愿意在世界大战期间及战后提高黄金的货币价格以补偿世界性的通货膨胀。但这种类比有一个缺点，美国经济在 40 年代和 50 年代的主导地位只是暂时的，一旦德国和日本从第二次世界大战后的经济衰退中恢复过来后，它的优势就不会继续存在。因此，美国国际经济地位的部分下降是难以避免的。就这种意义说，美国为世界货币稳定提供一个框架的能力已经消失。

70 年代初期，国际货币基金组织对章程进行修改，以期适应主要工业国采用浮动汇率的情况—— 这一措施实际上是

违反协定条约的。这次修改的目的是要建立一套规则来减少对竞争型外汇市场实行干预的可能性，否则这些干预就会损害其贸易伙伴的利益。

由于转向浮动汇率制度，特别提款权的价值改为以5国通货组成的一揽子市价（即美元、英镑、日元、联邦德国马克和法国法郎）为基础。

历史事实表明，将来还有可能转回钉住的汇率，因为这种制度在最近100年中已经持续了近90年。然而，只有在主要国家之间的通货膨胀率很相近并且都处于相当低水平的条件下，这种转变才是可能的。

小　　结

1.国际货币制度可通过3个特征来识别：外汇市场的组织，为国际收支失衡的融资而使用的资产和调节国际收支不平衡的机制。

2.金本位制包括：各国货币对黄金的一系列法定平价，为国际收支不平衡而进行的黄金交易，并以各国货币供给的变动作为便利国际收支调节的工具，而这种调节是由黄金的流出流入所引起的。

3.美国和英国在1800—1920年期间的价格水平比随后几十年稳定得多。

4.金汇兑本位制产生于本世纪20年代，它旨在以一种用英镑、美元和其他国家货币表示的资产为形式提供新的国际储备资产来源。

5.国际货币基金组织于40年代成立，它旨在确保汇率变动的有序性。该基金组织用各国货币组成了资金总库，向发生国际收支逆差的有关国家提供资金帮助。

6.特别提款权(SDRs)是国际货币基金组织结构内的一种新储备资产，它产生于60年代后期。

7.70年代初期，钉住的汇率向浮动汇率的转变是由于当时各主要工业国的通货膨胀率有重大差异。

问题与练习

1.试描述金本位制重要特征与可调整汇率平价的布雷顿森林制度重要特征之间的主要差别。

2.试列举一个国家由于动乱而发生国际收支逆差或顺差时，可以取得国际收支平衡的主要替代办法。

3.为什么金本位制在第一次世界大战初期趋于崩溃？为什么可调整汇率的布雷顿森林制度在70年代初期也崩溃了？

27

外汇市场的组织

各国之间的贸易和支付要求参与交易的一方以外国货币支付或收取款项。如果一个美国人想要购买一辆日本小汽车，那么在购买者与生产者之间的支付链条的某个环节上，必须用美元购买日元。而且，每个国家的精明的投资者都要知道购买外币资产的时机，因为在利息成本较低时，外币债务的预计报酬率更高；当这些投资者要向国外投资或借款时，他们也必须利用外汇市场。

任何国际货币制度的一个基本特征就是汇率，另一个是国际收支差额。汇率是以本国货币表示的外国货币的价格，它是由外汇市场决定的。国际收支差额常被视为一个国家收支状况“好坏”的尺度，是国际收支的一个项目。而国际收支则是全部国际交易的会计记录。国际收支差额是中央银行或货币当局流动资产方面的交易价值，如黄金、美国国库券、银行存款以及对国际货币基金组织的要求权。

任何时候，国内商品、劳务和证券的价格与其他国家获得

的类似商品、劳务和证券的价格进行比较都需要运用汇率。各国商人都寻求利用国内商品价格与国外相应商品价格之间的任何重大差别的好处；汇率使他们可以把雪佛莱车的价格与丰田车和菲亚特车的价格进行比较。同样，每个国家的生产者都试图确定他们是否可能因自己的生产费用较低于外国企业厂商而在外汇市场上占有竞争性优势。私人或投资者一般都会由于想要持有外国货币而利用外汇市场；但是，他们必须把购买外汇作为一个必要的中间步骤，然后才能购买外国的商品或证券，或出售外币债务。

在任何时期，如果商品、劳务和证券的进口大于商品、劳务和证券的出口，该国的国际收支就会出现逆差，从而必须通过向外国出售资产或借款来融通资金。在浮动汇率制下，汇率会发生变动使国际收支恢复平衡；在钉住的汇率制下，这一平衡的恢复则要通过国内价格和收入水平的变动来实现。

各国之间货币贸易的条件对划分世界为几个国家货币区具有重要意义。如果汇率固定而且都很确定，那么各国货币之间的区别就无甚意义（政治风险的区别除外，因为它涉及国际支付中外汇管制的应用），只不过同 50 美元钞票与 100 美元钞票之间的区别一样，或是同旧金山联邦储备银行发行的银行券与纽约联邦储备银行发行的银行券之间的区别一样。对私人和投资者来说，其资产和负债以何种货币计值也是关系不大的。一国的消费价格水平变动会引起其他国家同类价格水平的相应变动，至少在各国商品的一揽子市价变动程度上看是这样的。各国的货币供给可以汇总计算出世界的货币供给。

如果汇率是自由变动的，同时，未来各个时期的汇率可以明确地确定，那么，私人和投资者对其资产和负债以何种货币计值，仍然是无所谓的。在今天的世界上，以不同货币计值的相似资产的利率差别会充分反映出汇率的预期变动。利率的这些差别将补偿投资者持有某种将贬值货币计值的资产所造成的损失。

不同货币计值的资产之间可以完全替代的假定是不现实的。未来汇率的重大不确定性是外汇市场的特征。尽管各国保证维持固定或钉住的汇率（比如在 50 年代和 60 年代 1 英镑等于 2.8 美元），但投资者认为汇率平价还是会变动的。由于未来汇率的不确定性，贸易商和投资者就要对其资产和负债的计值外币进行选择（放松限制以便使贸易商和投资者易于改变其不同货币计值的资产和负债的持有额，将使国内的货币政策复杂化，并且会影响国内的货币供给和货币需求）。因此，关键问题在于划分不同货币区的一些因素的重要性，正是这些因素把美元货币区从联邦德国马克区、日元区和其他国家货币区中划分出来。

外　汇　市　场

虽然每一个主要国家的金融中心在某些时候都有自己的外汇市场，但是伦敦、纽约、法兰克福和东京的外汇市场被认

为是世界性外汇市场的地理组成部分。每个金融中心的银行都以电话和电传互相联系并与其他中心的主要银行保持联系。交易的项目是活期存款;对美元—英镑交易的基本单位是100000英镑存款,而对美元—联邦德国马克交易的基本单位是200000联邦德国马克。任何时候,一种货币对另一种货币的价格或汇率,在每个金融中心实际上都是一样的。对可比商品的大宗交易的开价差额通常小于千分之一,甚至不超过万分之一。

就交易量来说,外汇市场是世界的最大市场;在某些日子里,成交额可以达到2500亿美元。外汇交易量要比国际贸易和投资的数量大好几倍;确实,参与国际交易和投资的私人和企业厂商在外汇交易总额中还占不到10%。大多数外汇交易都包括银行,它们既是买主又是卖主。

外汇市场的竞争非常激烈;虽然有大量的参与者,但没有一个能够大到足以支配整个市场。价格和汇率都在不断地变动,而且这种变动的幅度可以小于万分之一。主要的跨国商业银行既充当它们自己交易的交易商,还担任有关进出口商及国际投资者交易的经纪人。作为交易商,银行维持对某种货币的过剩头寸或短缺头寸的状况,企图从汇率的变动中获利(过剩头寸是指它们持有某种货币计值的资产额超过同种货币计值的负债额)。作为经纪人,银行从商业顾客如跨国石油公司那里取得买卖订单,通过外汇买卖差价获取利润,这个差价来自向一些顾客购买外汇与出售给其他顾客外汇的不同汇率差额;银行还可以通过向这些顾客提供其他金融服务而获利。如果一个美国公司要购买1.5亿美元的联邦德国马克以便在法

兰克福进行支付，那么，能以最低价格提供联邦德国马克的银行就最有可能得到这笔交易；与此同时，该银行又要购买同等数额的联邦德国马克，以便最大限度地减少随后马克升值所带来的损失风险。

在与顾客的交易中，银行要同时报出它们愿意购进与售出的价格，通常是针对某一标准数量，按每美元1.8380—1.8390马克的形式报价；这个较小的价格差额足以补偿银行在外汇交易中的费用。如果投资者或贸易商要购买美元，银行将以1.8390的汇率购买联邦德国马克。如果他要购买联邦德国马克，银行就以1.8380的汇率购买美元。假定要购买200000联邦德国马克，报出的差价是100马克，或大约为60美元，即占该交易美元价值的万分之六。买卖差价的幅度将根据货币种类和报价银行而有所不同。主要跨国银行报出的买卖差价小于区域性中心的银行，因为后者的竞争可能会小些。银行报出的汇率还表明它们想要增加还是降低某种货币的头寸；如果一家银行持有的联邦德国马克超过了它认为合适的数量，它就会压低报价以抑阻马克的出售并鼓励对马克的购买。

在一些金融中心，需要由外汇经纪人以匿名的形式把买主和卖主撮合在一起；经纪人把特定银行报出的汇价传达给各个顾客。但大多数商业顾客不使用经纪人，而是“光顾”银行争取最有吸引力的汇价。商业银行往往要通过经纪人而互相来往，中央银行也要通过经纪人与商业银行来往。

外汇市场的组织

外汇市场的组织方式仿照贸易融资的方式。在国际贸易的交易中,使用美元支付或结算的要多于使用任何其他货币。例如,在美国与加拿大的贸易中,加拿大向美国出口的商品以美元开价并要收取美元款项。同样,加拿大进口商同意对购买的美国商品支付美元。加拿大的进口商和出口商愿意在接近本土的地方(在加拿大而不在美国)进行外汇买卖交易。所以,美加之间的美元交易大部分是在多伦多而不在纽约进行。需要从事外汇交易的进口商和出口商宁愿与离本国办事处较近的银行来往而不愿与遥远的外国金融中心的银行来往,因为这可以减少不方便,并降低间接交易费用。由于每一种货币的外汇交易量在美国以外的金融中心都非常巨大,所以市场可能更富有竞争性,而且银行给予商业顾客的汇价也会比美国的汇价略微优惠一些。所以,这里的矛盾是,大量的国际贸易和金融交易都以美元为支付手段,但大多数涉及美元的外汇交易却发生在美国境外。①

从事联邦德国马克—美元交易的主要金融中心是法兰克

① 在第一次世界大战以前,更多的美国贸易是按外国货币结算的,与美国贸易有关的外汇交易的相对多的部分都是在纽约进行的。

福;纽约是这种交易的第二大中心。同样,东京是日元—美元交易的主要中心,伦敦是英镑—美元交易的主要中心。每个中心的银行都专门经营本国货币与美元的交易。纽约是所有外国货币的第二大交易中心。表 27 · 1列示了在不同金融中心的银行与外汇交易商的分布情况。巴黎是美元与法国法郎以外的所有其他货币交易的第三大中心,而苏黎士是美元与联邦德国马克、英镑和法国法郎交易的第三大中心。

在大多数主要金融中心,如伦敦、法兰克福、纽约,大量的银行都积极参加外汇市场。有一些银行是它们专门经营的那种货币的交易商;这些银行持有大量的外汇存货。当银行不是作为交易商时,它们就作为经纪人参加外汇市场,根据交易商的汇率报价来买卖外国货币。

表 27.1 外汇中心的银行和交易商分布情况

	有外汇部门的银行家数	交易商家数
北美		
纽　约	108	793
多纶多	18	120
芝加哥	14	81
旧金山	7	43
洛杉矶	11	46
西欧		
伦　敦	258	1603
卢森堡	74	353
巴　黎	75	459
苏黎士	35	245
法兰克福	48	334
米　兰	37	191
布鲁塞尔	33	201
亚洲和中东		
东　京	30	169
新加坡	69	293
香　港	52	306
巴　林	38	173

〔资料来源〕《外汇和金银交易商名录》，1985 年，翰帕罗银行，伦敦。

如果已经知道了两种货币如联邦德国马克和日元对美元的汇率,就可以推算出联邦德国马克对日元的价格,或套汇汇率(Cross-rate)。例如,1985年12月31日,日元—美元的汇率是1美元等于200.15日元,而联邦德国马克—美元汇率是1美元等于2.4450联邦德国马克,所以套汇汇率是1个联邦德国马克等于81.86日元。

外汇市场的组织沿着一系列的货币配对(Currency pair)的方式进行,每一对都包括美元。这样组织的一个结果是,许多国际贸易交易的融资伙伴都要做两笔外汇交易。例如,假定联邦德国的一个汽车零件经销商购买日本产的零部件。在法兰克福的银行就要按照联邦德国马克和日元对美元的汇率来报出日元—联邦德国马克的汇价。但是,法兰克福的银行不可能持有大量的日元,所以,向法兰克福进口商供应日元的该银行就要进行两笔交易:先用联邦德国马克购买美元,然后再用美元购买日元。由于日元—美元市场主要在东京,该银行就要在第一笔交易中充当交易商,而在第二笔交易中充当经纪人。

外汇交易几乎是不停地进行着,因为不同城市的外汇市场处于不同的时区。当东京外汇市场的工作日结束时,伦敦外汇市场又开始营业了。

现货汇率与期货汇率的关系

贸易商和投资者若要改变其资产或负债的货币组合，通过提前和推迟（leading and lagging）的方法可以较容易地做成；他们增加以美元计值的贷款，减少以其他货币计值的贷款。或者，他们可以增加以联邦德国马克计值的资产持有额，而减少以美元计值的资产持有额。

外汇交易可分为：现货交易（spot transactions）即交易合同签定后的两个营业日内交割存款和期货交易（forward tr－ansactions）即在未来特定日期交割存款。大部分外汇交易是期货交易，或互换交易——在未来30天、60天或90天交换存款。贸易商和投资者通常倾向于期货外汇合同，因为他们不愿意“冻结”稀少的营业资本。

期货合同一般适用于到期日达1年甚至更长时期的主要货币交易。有些到期日已趋于统一，如3个月、6个月和1年，这反映出商业贸易支付期限的标准化。银行也规定一些到期日以适应贸易商的需要；银行可以随时提供39天的期货合同或78天的期货合同（由主要银行买卖的外汇期货合同应与远期货币合同区别开来，后者是在芝加哥和伦敦的金融交易市场进行；但这些远期交易合同都有标准的到期日和交易数额）。与期货外汇合同相关的交易费用略高于现货外汇合同的

交易费用。而且,用不稳定货币支付的交易费用又会高于用较稳定货币支付的费用。主要货币对美元的现货汇率和期货汇率如表 27·2所示。

如果一种货币在期货市场上要比在现货市场上更便宜,该货币就有期货贴水。如果该货币在期货市场上的价格更贵,则该货币有期货升水。

银行在期货外汇市场上充当买卖双方的中介,正像它们在现货市场上一样。银行可以把某一特定货币的现货的过剩头寸与期货的短缺头寸结合起来,从而减少该货币的汇兑风险。如果该货币升值,现货的过剩头寸的价值将增加,然而,期

表 27.2 外汇汇率

1985 年 12月 31 日的市场收盘汇价
(1 美元的外国货币单位)

	现货汇率	期货汇率		
		1个月	3个月	6个月
加拿大元	1.3980	1.3993	1.4020	1.4060
英镑	0.6917	0.6937	0.6979	0.7042
法国法郎	7.5025	7.5300	7.6.25	7.6975
联邦德国马克	2.4450	2.4379	2.4257	2.4066
瑞士法郎	2.0580	2.0501	2.0370	2.0180
日元	200.15	199.96	199.52	198.79

(资料来源)《华尔街日报》,1986 年 1月 2日,第 25 版

货的短缺头寸的价值也会增加。或者,银行可在某些期货到期

日保持过剩的头寸而在其他期货到期日则保持短缺的头寸。

国际金融的一个基本定理是，期货汇率和现货汇率的差额如用百分数表示的话应等于资产的国内利率与外国利率之间的差额，但该资产的到期日必须与期货合同的到期日相同。这种关系被称为利率平价原理(interest-rate parity theorem)，它来自私人投资者谋取利润最大化的行为。上述那些试图从汇率的预期变动中获取利润的投资者将不断地比较：是通过现货交易来改变他们的外汇头寸更为有利可图，还是通过期货交易?如果期货市场的货币比现货市场的货币便宜，他们就倾向于期货市场。而其他投资者，当调整了现货汇率和期货汇率的任何差额及利率差价之后，将通过在价格较便宜的金融中心购进货币并转而在价格较高的金融中心出售该货币，从中得到获利的机会。这里，第一类投资者叫做投机人，并可定义为:他们试图从汇率的预期变动中寻求利润;第二类投资者叫作套汇人，他们从利率差价与期货汇率和现货汇率差额之等值利率的差异中寻求利润。套汇人要避免汇率风险，而投机人则力图从承担这种风险中获利。

假定一家美国公司同意支付1000万马克购买一批联邦德国的机器，实际支付在交易双方签定销售合同的3个月后进行。美国公司可能在现货市场上购买联邦德国马克，并把这一笔马克资金在法兰克福按现行利率投资于货币市场或银行存款。在投资到期日，该进口商将向联邦德国出口商支付机器款项。如果该进口商能在法兰克福按8%的利率来投资这笔资金，那么它只需购买980.4万联邦德国马克，按8%利率投资90天，就可获得1000万联邦德国马克。如果现货汇率是1

美元等于 2 马克,该投资商就要用 490.2 万美元来购买 980.4 万马克。这笔交易的成本是 10%的利率,也就是进口商以 90 天期的相应美元投资所能获得的利率。

另一种办法是,该进口商可购买联邦德国马克期货,然后在 90 天后支付马克。如果马克具有 2%的期货升水,该进口商就要用 502.5 万美元来支付 1000 万马克。在这种情况下,美国进口商还可以继续持有美元进行 90 天的货币市场投资,而且从这些资金上获取 10%的利息收入。在美国货币市场上把 490.2 万美元按年利率 10%投资 90 天,可获得 502.5 万美元。所以,如果马克的期货升水等于美元资产利率与联邦德国马克资产利率之间的差额,则该美国进口商在期货市场上购买联邦德国马克与在现货市场上购买联邦德国马克,其成本是一样的。

有些美国进口商可能会决定在货款支付日前夕获得联邦德国马克;这样,从他们承诺支付联邦德国马克日期到他们购买联邦德国马克日期之间,就要承受汇率风险。

对上述两种进口商来说,选择融资形式取决于现货汇率与期货汇率即联邦德国马克资产利率和相应的美元资产利率之间的关系。利率平价原理的表述公式是:

$$a\frac{(F-S)}{S}=\frac{1+r_d}{1+r_f}$$

这里 a 是把两种汇率的百分比差额换算为按年率计算的收益率的一个因素(如果是 3 个月合同的期货汇率报价,a 就等于 4),F 是期货汇率,S 是现货汇率,r_d 为国内利率,r_f 是国外利率。

实证研究表明,从利率差价中推断出来的期货汇率和观察到的(实际)期货汇率之间的差异几乎都小于1%,通常只有千分之几或万分之几。利率平价产生的任何可度量偏差,或反映投资者为了利用"表面上"无风险的套做利润机会,在交易中花费的成本和承担的风险;或反映了国内外货币市场的资产并不是良好的相互替代物。

贸易商和投资者倾向于以期货交易,而不是以提前或推迟支付作为改变他们的汇率风险的方法,因为前者具有更大的便利。但是,如果在期货市场上获取外汇的成本高于在现货市场的成本,也就是说,如果期货贴水大大地高于利率差价所"预测"的贴水,贸易商和投资者就会采用提前或推迟的支付方法。

期货汇率作为未来现货汇率的预测

如果美国进口商要在90天后在联邦德国进行支付,他们究竟是通过期货市场购买联邦德国马克以抵消外汇风险,还是等到必须进行支付之时才从现货外汇市场上购买联邦德国马克,这部分地取决于他们认为期货合同到期日的即期汇率与期货汇率接近到何种密切程度。实证的问题涉及期货汇价和这些期货合同到期日的现货汇价之间的关系。如果买卖期货合同的投资商要求有一个风险报酬,那么在期货汇率和期

货合同到期日的现货汇率之间将有一个系统的差额。随后的问题就在于这个风险报酬相对于风险来讲是否过大了。

每一笔期货合同并不可能准确地“预计”期货合同到期日的现货汇率,因为在贸易商和投资者购买期货合同之日到这些合同到期日的期间内会有大量不可预见的动乱和冲击。有些人认为,期货汇率可能成为未来现货汇率的带倾向性的预测器(即投资者在期货市场上购买外汇需要有一个风险报酬),他们这种想法是依赖其他市场上对风险承担的支付而类推出来的。他们声称,如果投资者不愿承担风险,那么一系列马克期货合同的平均汇率将低于这些期货合同到期日的平均现货汇率,从而,一般地说,马克期货的出售者就会遭受损失。此外,投资者不能通过提前和推迟支付来避免这种损失,因为在相同到期日的马克资产利率与美元资产利率之间的差价将体现类似的风险报酬。

对这一论点的反应是,虽然某些贸易商和投资者是马克期货的出售者,但另一些人必须是马克期货的购买者。如果前一种人支付了风险报酬,那么,同样希望对其外汇交易进行套汇保值的后一种人就会得到利润,但这些利润仅仅是出售者承受的成本的反映。

一些实证研究支持了存在着重大的风险报酬的观点,但大多数的研究不同意。或则边际投资者不拒绝承担风险,或则每一个进口商愿意支付风险报酬,这两种情况已被证明多少会相互抵消。然而,期货汇率似乎是未来现货汇率的带倾向性的预测。如果,相对于承担外汇风险的适当报酬来说,期货汇率和期货合同到期日的现货汇率之间的平均预测误差很小,

那么，上述的两种观点就能够相互协调。

汇 率 水 平

外汇市场是国际金融市场的一个组成部分，后者还包括了各国经营银行存款和货币市场资产如国库券、银行承兑票据和商业票据的不同市场。外汇市场的一个独特方面是，在特定交易中的两种资产，即国内活期存款和国外活期存款，对外汇市场都不是唯一的，然而黄金对黄金市场是唯一的，小麦对小麦市场也是唯一的。而且，获取不同货币计值的活期存款只是为了便利某种外国货币的支付。例如，美国贸易商和投资者购买了联邦德国马克，便可在联邦德国获得商品和证券。

既然所有的外汇交易都是某些其他经济交易的中介，那么要了解的问题就是：汇率是如何确定以及为什么汇率会像图 27·1所示的那样在1年或几个月之内会发生这么大的变动。一个答案是，汇率是各国货币的价格，这些价格的变动要使不同国家可获得的类似商品的价格达到大体相等的水平，或至少达到只存在交易和运输费用差别情况下的价格水平。如果在现行汇率水平上，可获得的类似商品的价格在各个国家存在着显著差别，贸易商就会在价格便宜的国家购买商品，然后把它们运到价格较贵的国家，并从价格差异中获得利润。这些商品的价格将在前一种国家上升，在后一种国家下降；与

此同时，前一种国家货币的汇价将要上升，套汇交易开始发生并持续到在新汇率水平上类似商品差价不再大于交易和运输费用为止。因此，在这种情况下，汇率的变动将减少不同国家间可获得的类似商品的价格差额。

这种贸易商品价格与汇率之间的关系就是购买力平价理论。有时，不同国家可获得的类似商品的价格是根据这种关系的绝对形式通过汇率加以互相比较的；然而更通常的情况是，不同国家的商品价格水平变动是根据基于购买力平价的相对形式的汇率变动进行比较的，其表达式是：

$$F/\$=P_F-P_{US}$$

这里，F/＄代表美元对外国货币比价的变动率，P_F 是外国价格水平的变动率，P_{US}是美国价格水平的变动率。

在本世纪 70 年代，同 20 年代一样，1 个月、1 季度或 1 年的汇率变动已经比同一时期有关国家的价格水平变动大了 15%到 25%。例如，在 1976 年夏季，当英国政府不能限制工资率及价格水平的增加时，英镑价值明显偏低。在 6 个月之内，美元的英镑价格上升了近 25% (或年率的 50%)。这使英

比率标度
1973年3月为100

美元的外币价格
联邦德国马克
加拿大元
英镑
比利时法郎

比率标度
1973年3月为100

意大利里拉
日元
荷兰盾
法国法郎
瑞士法郎

1983 84 85 1986

国商品价值被较大地低估了。巴黎人在周末涌入伦敦抢购物品，随后的英镑价值逐渐回升，因此到了 1977 年底，英镑的汇率又回复 1976 年初的水平。同样，在 1977 年和 1978 年的头 10 个月，美元价值开始出现明显的低估；直到 1979 年 10 月，联邦储备系统的货币政策作重大变动之后（如第 24 章所述），美元才恢复升值。然而在其后的相当长时期里，美国商品仍处于价值低估的状况。随后，由于联邦储备系统 1979 年后期改变其运行程序带来的美国利率的急剧上升，美元资产的利率升到最高峰，而且美元在外汇市场上也急剧升值。由此可知，那种认为汇率变动可反映各国价格水平变动的见解与最近的资料并不一致，至少从逐月或逐年的变动上看不一致。

商品交易只是企业厂商和投资者参加外汇市场的原因之一。外汇的需求和供给还要受到投资或证券交易的影响，因为资金会在各种货币之间转移，以便从不同货币计值的类似资产的利率差异中获利，或者从汇率的预期变动中获利。从投资者的观点来说，在国内证券利率和外汇的预期变动率既定条件下，如果类似的国外证券利率处于不能使国内外证券间的资金转移获得较大利润的水平时，那么，即期汇率水平就是“正确的”。因此，我们有下列公式：

$$r_d = r_w + (E/E)^*$$

这里，r_d 是国内证券的利率，r_w 是具有相同到期日的国外类似金融资产的利率，$(E/E)^*$ 是预期的这两种证券在到期

日期间内的汇价变动率。这种见解就称为费雪定理。[①]

当有关贸易帐目、通货膨胀率、国家货币政策或竞选活动等方面的新信息使投资者认为，对马克计值资产的投资似乎不如对美元计值的资产的投资那么有吸引力，那么，他们就会出售联邦德国马克证券而购买美元证券，以致联邦德国马克贬值。直到联邦德国马克证券的收益在调整了汇率的预期变动之后等于美元证券的收益，联邦德国马克才会停止贬值。

汇率的预期变动率 $(\dot{E}/E)^*$，既取决于投资者对未来各个日期的现货汇率水平的估计，也取决于现时的现货利率水平。在处于均衡时，汇率的预期变动率必须等于货币市场的利息差价。如果投资者认为存在着不均衡状况，即 $r_d \neq r_w + (\dot{E}/E)^*$，那么，在使之趋向均衡的变动中，很可能要调整现时的现货汇率和预期的现货汇率以及这两个货币市场的利率。但是，对预期的现货汇率的调整可能不会发生，因为这种汇率本来就是根据对国内外价格水平的预期而确定的。由于投资者把资金从一个货币市场转到另一个货币市场，两个市场利率可能要随之作某些调整；然而，相对于两个货币市场的规模来说，转移资金的数量可能是很小的。结果是，现时的现货汇率必须作较大调整，以致它的变动大大超过了从同时期一些国家价格水平变动中推算出来的水平。

---

① 货币市场利息差额与预期的现货汇率之间的关系被称为费雪定理，或费雪公理（都是以欧文·费雪命名的）。分析家们常常混淆了利率平价原理与费雪公理。但前者涉及所有价值为已知时的套汇效率，而后者涉及在不确定环境中的投资决策。

汇率波动分析

必须区分影响外汇市场的两种不同干扰，即非货币性干扰和货币性干扰。假设，当联邦德国马克计值的证券与类似的美元证券利率相等时，投资者对前者看跌。这种“看跌”的增加将通过马克证券利率的上升以及现货外汇市场上马克的贬值而反映出来。如果马克证券利率没有上升，那么现货汇率就会向预期的现货汇率水平移动，并且很可能是突如其来地发生。

另外，假定德意志联邦银行执行了一种更为紧缩的货币政策，并且马克证券利率上升。同时，预期的现货汇率不变，这也许是因为投资者认为更为紧缩的货币政策最终会反转回来。这样，投资者就会由于较高的利率而获取马克证券，联邦德国马克将会升值。只要联邦德国马克证券的利率高于美元证券利率，那么，使投资者持有美元证券和联邦德国马克证券所获得的收益相等的唯一因素就是马克随后会贬值。但这里的矛盾是，马克证券利率的上升，还会相应地引起马克的突然非预期升值，所以，随后的马克贬值将是缓慢的，其预期的每年贬值率将等于马克资产利率超过美元资产利率的部分。

在其他金融市场，如股票和债券市场，或小麦、大豆和黄金市场上，价格变动也是很大的，可以与外汇市场的价格变动相比拟。任何时候，这些市场处于均衡时的现货价格都是预期

的现货价格按利率贴现的现值。在外汇市场上,贴现因素也是各种不同货币计值的类似证券的货币市场利率之间的差额。例如,假设美元国库券利率是10%,联邦德国马克国库券利率是8%,贴现率就等于每年2%。如果预期的价值不变,那么在每一周和每一个月内,美元的联邦德国马克价格就要按每年2%的比率上升(或每月0.166%,每周0.038%,或每天0.0055%)。即使劣币(即每年可能贬值20%的货币)也会按每天平均0.0624%的比率贬值,或者要大大低于实际观察的每日汇率变动率。每日和每周的汇率变动都比上述价值的变动大好多倍,这说明它们反映了预期汇率的剧烈变动。

很多因素会影响对未来汇率的预期,其中包括投资者对通货膨胀率或货币供给增长率的估测。所以,贸易商和投资者会从国内外价格水平的新近变动中预测出各国货币未来的价格水平,以此作为他们估计汇率预期值的基础。此外,货币供给增长率的变化还可用来估计各国的未来价格水平,进而可导致对未来汇率的预测。

一些分析家认为:当美国货币政策变得更加扩张或联邦德国货币政策变得更为紧缩时,联邦德国马克就会升值。随着利率差额的改变,汇价可能急剧变化。如果投资者偏重于几年前预计的即期汇率,那么从百分比来看,汇率变动实际上会比利率差额变动大得多。例如,假定美国货币政策变得更加扩张,美元资产的利率下降了1%,如果投资人预期美国利率将在这个水平上保持2年,则联邦德国马克就会在现货市场上升值2%,从而使短期联邦德国马克的预期收益与美国证券的预期收益正好相等。

中央银行对外汇市场的干预

在过去 100 年的大部分时间里，主要国家的货币都是互相钉住的，这主要是因为每一种货币都有其对黄金的法定平价。第二次世界大战之后，许多国家把它们的货币汇率平价改为用美元表示。在布雷顿森林制度的钉住汇率情况下，各国中央银行都承诺要限制它们的货币价格围绕其法定平价变动的幅度。这些限制幅度在金本位制下是很小的，通常以黄金的运送费用为限。在第二次世界大战后的期间里，这些限制纳入了国际货币基金组织的协定之中。最初规定的变动幅度限于法定平价上下各 0.25%，后来改为法定平价上下各 1%。在这样的限制幅度之内，货币可自由浮动，虽然许多国家的货币当局都在这些限制幅度之内进行干预以平稳每小时或每天的汇率变动。

这种干预包括以本币计值的活期存款来购买或出售一种外币，通常是美元。中央银行有责任防止其货币的贬值低于其允许幅度的下限，或防止其货币的升值超过其幅度的上限。各国中央银行可通过外汇市场上的买卖活动从商业银行购进自己的货币，并向它们出售美元。这些交易实际上是使用美元活期存款而不是国内债券的一种公开市场销售活动。这样的交易会减少中央银行对国内社会公众的负债。

中央银行防止其货币贬值的能力取决于它们持有的美元数额，以及可获得的美元借款。即使一个国家的货币当局拥有进行干预所必需的外汇，但它在外汇市场上支持本国货币的必要性，可能与它实行更为扩张的货币政策以达到其国内经济目标的努力不相一致。

如果一个国家的货币很坚挺，该国的中央银行就不得不更多地出售其货币来限制它在外汇市场上的升值。事实上，该中央银行要通过公开市场购进美元，并以扩大自己的金融负债的方式为购买美元借入资金。这种公开市场购买会推翻它要限制其金融负债增长的企图，而这一企图可能是来自对国内通货膨胀的担心。所以，联邦德国在本世纪60年代和70年代初期拥有很坚挺的货币，现在却面临着抉择：是要维持已建立的联邦德国马克汇率平价，从而导致快于期望的联邦德国货币供给增长，还是以马克的周期性升值或以马克浮动为代价，从而限制联邦德国银行系统的储备的增长。虽然德意志联邦银行可能会在公开市场上进行马克证券的销售来抵消或中和其美元证券的公开市场购买，但这种交易并不是不花代价的，因为它要把联邦德国马克证券的利率提高到超过通常为国内经济目标所需要的程度。此外，随着联邦德国马克证券利率的上升，投资者会把美元证券转换成联邦德国马克证券，这又会加重德意志联邦银行的问题。

图27·2说明德意志联邦银行在外汇市场上的交易情况。美元的联邦德国马克价格标在纵轴上，美元的需求及供给数量标在横轴上。该图列示了贸易商和投资者对美元的需求；随着美元的联邦德国马克价格上升，对美元的需求数量下降。

该图也列示了贸易商和投资者所供给的美元;随着美元的马克价格上升,美元的供给数量会增加。在价格为 OP 时,美元的供给和需求处于均衡;OP 是在没有政府干预情况下结清外汇市场交换的价格或汇率。如果德意志联邦银行把马克钉在 OP′上,美元需求就会大于供给,则德意志联邦银行在每一时期都要出售数量等于 AB 的美元;从而,联邦德国就会出现国际收支逆差。相反,如果德意志联邦银行把马克价格钉在 OP″上,该银行就要购买数量为 A B 的美元,而联邦德国将出现国际收支顺差。

在本世纪 60 年代末期和 70 年代初期,保持联邦德国马克的法定平价似乎与实现联邦德国国内的经济目标产生冲

突。如果实行浮动汇率制度,这种冲突就不会发生,因为汇率会随时变动以中和出现国际收支顺差或逆差的任何趋势。因此,货币政策只能用于达到国内目标,联邦德国马克的汇价将不断地发生变动,以保证联邦德国的国际收支实现平衡。这样一来,德意志联邦银行就不必通过外汇市场上的公开市场买卖来部分地或全部地抵消其国内证券的公开市场买卖业务。但是,在实际上,由于采用浮动汇率制度,市场力量有时使汇率偏离了对国内目标较适合的水平。这样,中央银行又会觉得必须干预外汇市场,即使要以实现国内目标将变得更加困难为代价。

这里的难题是,在实行浮动汇率期间,中央银行对外汇市场的干预更加广泛,至少从它们的国际储备资产持有额的变动来看是这样的。一些中央银行积极进行干预以便限制或平稳其货币汇价的逐日及逐周变动。一些中央银行之所以进行干预。是因为它们想增加国际储备资产的持有额。在这些国家中,国际储备资产持有额的增长就为国内货币供给的增长提供了基础。但有些中央银行进行干预是因为汇率变动使它的国内经济目标的实现变得复杂化了的缘故。

各国货币市场的分离

国际金融中的一个关键政策问题,即所谓的最理想货币

区问题，涉及到维持管理各自货币的独立的各国中央银行会有什么经济利益。加拿大银行是否有能力使加拿大的利率发生变动并大大偏离美国的利率？如果加拿大银行企图执行更扩张的货币政策，并购进加元债券，那么，加拿大债券的出售者随后是否可能买进美国债券从而使加拿大债券的利率实际上保持不变？如果加元采取钉住的汇率，加元证券的利率是否有可能与美元证券利率显著不同？如果加元汇率不是钉住的，加拿大货币政策的改变能否影响任何实际变量如就业水平，或者这些变动的影响是否仅限于改变名义的价值如加拿大的价格水平以及美元的加元价格？

各国货币独立的范围取决于投资者在多大程度上相信，那些除计值的货币名称不同外所有属性都相同的资产是密切关联的、近似的或良好的相互替代物。如果投资者相信这些资产相互间都是关系密切的替代物，那么各国的货币市场就会连成一体。相反，如果投资者认为这些资产不能互为替代，那么各国的货币市场就是分离的。这里，交易成本会阻碍投资者在各种货币计值的资产之间转移资金；同样，外汇管制也会阻碍这种转移。这样的资金转移也可能受到未来汇率不确定性的外汇风险的阻碍；或受到未来外汇管制变化的不确定性的政治风险的阻碍。投资者只要能得到资金转移成本及相应风险的补偿，他便会乐意转移资金，以便从不同利率差额中获利。不同货币计值的类似资产的利率差额，在调整了汇率的所有预期变动之后，至多不能超过[①] 投资者所承担的风险连同

① 似应作“至少应当超过”—— 译者注。

在各货币区之间转移资金所需要的成本和支付的总和。

外汇市场上的交易成本是很小的，甚至是微不足道的，对大型跨国公司来说尤其如此；而对主要的跨国银行来说，交易成本就更小了。这种交易成本有两个组成部分：一是来自公司外部的成本，即买卖外汇中实际发生的费用；另一个是来自公司内部的成本，即管理外汇或国际金融投资方面实际支出的费用。商业顾客的交易成本是以出价要价差额来度量的，也就是贸易商和投资者在任何时点，对特定货币可能购买或销售一笔相当大数额比如说300万美元至500万美元的价格差额。商业顾客在利用外汇市场时所支出的成本实际上比他们在大多数其他市场例如政府证券市场或股票市场上承办等量交易的成本小得多。根据不同的货币、时间及期货合同到期日，100万美元外汇交易成本可能是100美元到500美元，即万分之一到万分之五。货币越稳定，则交易成本越低；例如，加元的出价要价差额通常要小于英镑、联邦德国马克和其他欧洲货币以及日元的出价要价差额。到期期限较长（6个月以上）的期货合同的交易成本大于到期期限较短的期货合同的交易成本；现货交易的成本又低于期货交易的成本。交易成本如此之小，反映出支付的技术效率、交易的事实上无风险特征和交易的巨大规模。

外汇市场上银行同业交易的成本小于银行与顾客之间的交易成本，因为，银行同业交易包含较少的风险。银行的交易成本低于其商业顾客的交易成本，意味着银行有抓住任何可能获利机会的优势。

要度量投资者承担外汇风险及政治风险所需要的支付是

较为困难的。一个问题在于企业厂商是否不愿承担风险并是否要求他们对承担这些风险进行支付。人们有时认为，企业厂商对风险持有（或应当持有）中性态度并力求使利润最大化。如果是这样，它们就会要求不对承担这些风险进行特别支付。即使企业厂商对风险不愿承担，它们对在外汇进行套期保值时所发生的成本，在长时而不是在短期内，也是微不足道的。然而，企业厂商仍会因为成本的不确定性而不敢在世界范围内转移资金。

各国金融市场的分离似乎已超出交易成本、外汇风险及政治风险等因素所能解释的程度。这种分离为各国在钉住汇率条件下的货币独立提供了某些机会。今后，如果贸易商和投资者对于改变其资产和负债货币组合的收益及其风险和成本具有更多知识，以致各国货币市场的分离有所缓和，则货币政策变动在调节实际变量方面将变得不太有效。

国际收支帐户

各国国际交易数据通过它们的国际收支帐户加以反映，它是按主要交易形式排列的一个国家的居民与非居民之间在某一特定时期比如一个季度或一年内的各项收支记录。表27·3概述了美国在1984年和1985年的国际交易。

用于建立这种记录的方法基于复式簿记系统，所有的交

易都表示等量价值的交换;对于每一笔商品、劳务或证券的进口项目来说,都必然要有一笔相应的商品、劳务或证券的出口,因此国际收支帐户必定是平衡的。当美国公司进口苏格兰威士忌时,它们通常以活期存款形式支出美元进行支付。美国的国际收支帐户就显示出美国活期存款支出增加及美国商品进口增加。在另一方面,英国的国际收支帐户则显示出商品出口增加及收取活期存款增加。

国际收支帐户中有关项目的数据是通过多种方法得到的。商品进出口数据来自美国关税征收机构。旅游支出的数据则是通过询问旅游者而估计得出。证券出口的数据取自银行和经纪商公司提供的报告。由于在一个日历季度或一个日历年度内,所有的收入记录总和与所有的支出记录总和不一定相等,这就会产生一个统计差额(见表 27·3 的第 63 行)。该项目的值就是支出记录与收入记录之间的差额(如果把这个收支差额加到数值较小的一边,就可以使收入与支出的数值正好相等)。

表 27.3 美国的国际交易 100 万美元

行次	(贷项＋；借项－)	1984 年	1985 年[a]
1	商品和劳务出口	362021	359702
2	贸易商品(已作调整，不包括国防物品)	219916	213990
3	国联部门销售合同的转猁帐项	10086	9293
4	旅游费	11386	11655
5	客运费	3023	2993
6	其他运输费	13799	14342
7	收自外国附属企业的费用和特许费	6530	6817
8	收自外国非附属企业的费用和特许费	1585	1695
9	其他私人劳务	7463	7576
10	美国政府的杂项劳务，美国在国外资产的收益项目	624	885
11	直接投资	23078	35292
12	其他私人收入	59301	49883
13	美国政府收入	5230	5281
14	美国军事援助计划的商品和功务转移净额	190	58
15	商品和劳务进品	－457965	－462581
16	贸易商品(已作调整，不包括国防物品)	－334023	－338279
17	直接国防支出	－11851	－11338
18	旅游费	－16008	－17043
19	额运费	－6508	－7385
20	其他运输费	－14666	－16303
21	支付国外非附属企业的费用特许费	－187	159
22	对其他劳务的私人支出	－329	－366
23	美国的阿项劳务支出，外国在美国	－3762	－3967
24	资产收益的支出	－2133	－2287
25	直接投资	－10188	－9013
26	其他私人支出	－38543	－35453

表 27.3　美国的国际交易　　100 万美元

行次	(贷项＋;借项－)	1984 年	1985 年[a]
27	美国政府支出	－19769	－2130
28	美国国防物品和劳务捐赠净额	－190	－58
29	单方转移帐项净额(不包括国防物品与劳务捐赠)	－11413	－14784
30	美国政府养老金及其他转移项目	－8522	－11246
31	私人汇款及其他转移项目	－1591	－1612
32	美国在国外资产净额[增加/资本流出(－)]	－1300	－1926
33	美国官方储备资产净额	－20447	－38183
34	黄金	－3131	－3858
35	特别提款权	－	－
36	在国际货币基金组织的储备头寸	－979	－897
37	外国货币	－995	－908
38	美国政府资产净额(不包括官方储备资	－1156	－3869
39	产)	－5516	－2628
40	美国贷款和其它长期资产	－9619	－7210
41	美国贷款偿还	4483	4435
42	美国外币持有额和美国短期资产净值额	－380	156
43	美国私人资产净额	－11800	－31697
44	直接投资	－4503	－19091
45	外国证券	－5059	－7871
46	美国对国内非银行金融机构报告的外国非附属企业的债权	6266	n.a
47	国内银行报告的美国债权(不包括其他部分)	－8504	－5926
48	在美国的外国资产净额[增加/资本流入(＋)]	97819	123108

表 27.3 美国的国际交易 100 万美元

行次	(贷项+;借项-)	1984年	1985年[a]
49	在美国的外国官方资产净额		
50	美国政府证券	3424	-1908
51	美国国库券	4857	-939
52	其他	4690	-610
53	其他的美国政府负债	167	-329
54	国内银行报告的美国负债(不包括其他	453	148
	部分)	663	372
55	其他外国官方资产		
56	在美国的其他外国资产净额	-2549	-1489
57	直接投资	93895	125016
58	美国国库券	22514	16254
59	美国国库券以外的美国证券	22440	20910
60	国内非银行金融机构报告的美国对外国	12983	50712
	非附属企业的负债	4284	n.a
61	国内银行报告的美国负债(不包括其他		
	部分)	31674	40610
62	特别提款权分配		
63	统计差额(以上正负号各项目总和)	-	-
	备注项目:	30486	32780
64	商吕贸易差额(2行+16行)		
65	商品和劳务差额(1行+15行)	-114107	-124289
66	商品、劳务和汇款余额(65行+31行+	-95945	-102880
	32行)	-98836	-106418
67	经常项目差额(65行+29行)		
	美国官方储备资产和在美国的外国官方	-107358	-117664
	资产的交易:		
68	美国官方储备资产增加净额(-)(34行)	-3131	-3858
69	在美国的外国官方资产增加(+)(49行	2971	-2056
	减53行)		

a:初步数据。b.a:数据无法获得。

[资料来源] 经济分析局:《当前商业概览》,美国商业部,1986年3月。

成千上万项的国际交易都可以概括为3个主要种类或组别。第一，贸易差额（第64行）是商品出口价值与进口价值的差额，通常进口商品是以到岸价格计价，所以，进口价值会超过出口国家报告的价值，超出数额就是货物保险费加运费成本（到岸价格）。如果一国的商品出口价值超过其进口价值，它就有贸易顺差。第二，经常项目差额（第67行）包括所有的商品交易，以及所有的劳务交易，如运输、旅游、特许费和牌照费、电影租金、投资收入、私人汇款（如社会保险支付）和各种捐赠（包括宗教慈善、捐赠捐助联合国儿童基金会和对外援助）。那些未列入经常项目差额的各种国际交易项目的特点是，它们包括了非居民的资产或证券交易，其范围从股权资本和直接投资到无息活期存款。第三，关于货币用黄金、政府证券和公司债券的交易包括在资本项目差额之中。第33行到第61行概述了各种资本项目交易。

国际收支帐户的最重要的逻辑关系是经常项目与资本项目之间的关系；在计算上，所有的国际交易都被纳入其中的一种，但任何交易都不能同时纳入这两种项目之中（虽然购买外国投资属于资本项目，但这些投资的股息和利息收入则属于经常项目，因它们是两种不同的交易，即使在时间上也是分开的）。由于复式记帐的特点，所以经常项目的顺差就意味着同样算术值的资本项目的逆差。例如，如果美国有经常项目顺差（美国的商品和劳务出口超过美国的商品和劳务进口），从原则上说，美国就必然会有资本项目的逆差，而且美国的证券进口必然要大于美国的证券出口。美国国际债权头寸净额就会增加。

最后一个主要的组别是国际收支差额；它曾经被认为是衡量一国国际交易活动好坏的尺度，这个差额就是第68行与第69行之和。国际收支顺差被看成是经济运行成功的标志，国际收支逆差则表示经济运行不太成功；这可能是由于国际收支逆差与国内通货膨胀的相关性。实际上，国际收支顺差与黄金流入相关，国际收支逆差则伴随黄金流出。这样，其他形式资产的交易，如以主要货币计值的流动资产和对国际货币基金组织的债权，就要纳入国际收支差额的计算之中。

有时，"国际收支差额"帐项被看作是"金融交易"的总和；所有的国际交易都可分为自主类或诱发类，归于诱发类的项目被看成是国际收支差额。由于利用复式记帐的概念，所以，自主类收支项目的数额必然等于诱发类收支项目的数额，两者只不过是符号相反。所以，如果美国的商品、劳务和长期证券出口超过美国的商品、劳务和长期证券进口，以致美国自主类项目有顺差，则在诱发类项目必然会出现逆差，也就是美国的货币用黄金和外汇储备进口超过了美国的货币用黄金和外汇储备出口。

一种代替方法是把国际收支差额看作货币当局进行的货币交易（包括黄金在内的流动资产）的总和。有收支顺差的国家要进口金融资产。事实上，该国在货币项目上已经有逆差：其货币流入大于其货币流出。简便的方法是，一国的收支顺差或逆差应该以其中央银行持有的国际货币数额变化来度量。

在过去20年里，美国政府的各种机构一直在争论何种交易应该纳入美国国际收支差额的度量中。1964年以前，外国商业银行、私人团体以及外国中央银行的美元流动资产持有

额变动都包括在美国国际收支差额的度量中。在本世纪60年代,美国当局认为只有外国货币当局进行的交易才应包括在内。之所以扣除外国商业银行和私人团体的美元流动资产持有额变动,是因为当时外国商业银行和私人团体正在增加其美元流动资产的持有额,从而减少了已测定的美国收支逆差。由于这些外国组织持续增加其对美元资产的需求,美国必须不断地出口货币。随着转向浮动汇率制度,美国货币当局逐渐降低了国际收支差额的重要性。

小　　结

1.在多种货币并存的世界里,外汇市场是必要的。在该市场上交易的资产是以不同货币计值的活期存款,其价格就是汇率。

2.伦敦是世界上从事外国货币交易的主要中心;纽约则是第二大外汇交易中心。

3.多数外汇交易是期货合同,即提供的存款将在未来特定日期交换,或者是套汇互换,即涉及期货合同与现货外汇合同的交换。

4.银行可获得的外汇期货合同应该与远期货币合同区分开来,后者是在芝加哥、纽约和伦敦的金融交易所进行交易的。

5.利率平价定理规定现货汇率与期货汇率之间的百分比差额应等于与该期货合同具有相同到期日的国内外证券利率之间的差额。

6.一些证据表明,期货汇率可以被看成是对该期货合同到期日的市场现货汇率的“最佳判断”。

7.购买力平价理论说明,汇率变动应该反映在不同国家可获得的类似商品一揽子价格变动之间的差价。

8.费雪定理认为,国内利率应等于国外利率加上汇价预期变动。

9.中央银行对外汇市场的干预,在实行浮动汇率时期要比前几十年的钉住的汇率时期大得多。

10.国际收支帐户是国内居民与外国居民之间在商品、劳务和证券交易上的会计记录。

11.国际收支差额是对各国货币当局买卖储备资产的度量。

问题与练习

1.试讨论为什么在一个开放经济中,外汇市场上的交易成本及其风险对货币政策的有效实施是至关重要的。

2.为什么在伦敦的美元—英镑外汇交易额大于在纽约的交易额?

3.叙述不同到期日的期货外汇合同汇率如何与现货汇率相关。从现货汇率与期货汇率的关系上看，增加利率差额的后果是什么？

4.试叙述现货汇率水平的决定因素。如果英镑资产的利率下降，为什么美元的英镑价格会上升？即使利率差额保持不变，美元的英镑价格为何还会上升？

28

国际银行业和各国货币政策

在传统上，国际金融方面的研究都含蓄地假定，各个国家的银行结构是独立的。在过去的几十年中，商业银行在既有区别又有联系的两个重要方面取得了显著的国际化：美国银行的分支机构已经进入外国的国内市场，而总部在其他国家的银行也已经在美国建立了分支机构，从而与美国国内银行竞争美元存款和贷款。这方面的关键问题是，银行机构的结构变化将如何影响主要国家对货币政策的管理。

商业银行的国际化

主要工业国家的商业银行体系在过去 10 年中已经趋于

国际化，总部设在纽约、芝加哥、东京、法兰克福、苏黎世和多伦多的银行都已经开始在相互的国内市场上展开激烈竞争。美国银行在西欧、亚洲和拉丁美洲已拥有近 1000 家分行和附属机构。总部在西欧和日本的银行则在纽约、芝加哥、旧金山和洛杉矶设立了 300 多个银行办事处，而且经营了美国银行的 15%的存款和 15%的贷款。

商业银行国际化的一个后果是，主要国家金融中心间的竞争现在更广泛了，因为出现了一些外国银行，它们都要提高对贷款和存款的市场占有额。英国的银行业由 4 家主要银行占支配地位（西敏寺国民银行、巴克莱国际银行、米兰银行和劳埃德银行）；但有 20 家主要的非英国银行参与对重要顾客和一般顾客的英镑存款和贷款竞争。同样，3 家联邦德国大银行（德意志银行、德累斯顿银行和联邦德国商业银行）也面临着 40 到 50 家在法兰克福、杜塞尔道夫和汉堡的外国银行分行对贷款和存款业务的更激烈的竞争。

欧洲美元市场

境外货币市场，有时叫做欧洲美元市场或离岸银行市场，其发展促进了国际银行业的竞争。欧洲美元存款就是由设在美国以外的银行办事处所发行的以美元计值的存款。同样，欧洲马克存款就是由设在卢森堡、伦敦或在联邦德国以外的任何其他金融中心的银行办事处发行的以马克计值的存款。这些境外银行办事处实际上起着与其国内银行一样的中介作用；主要的区别是，它们出售的存款和购买的贷款都是以所在国货币以外的一种货币计值的。例如，在美国和联邦德国的伦

敦银行办事处出售存款和购买贷款的面值可以是美元、联邦德国马克、瑞士法郎，或许还有10余种其他货币，就是不能用英镑。在美国设有分行的外国银行通过在伦敦和其他离岸金融中心出售美元存款而获得了相当大的一部分资金。

在1984年底，由西欧银行发行的离岸存款总额已达8910亿美元。这些存款的大约70%以美元计值，14%以联邦德国马克计值，7%以瑞士法郎计值。这些存款的25%由企业厂商和私人拥有，其余则为银行持有。非银行拥有的离岸美元存款约为国内美元存款的27%。

离岸银行业设立于“货币港”(monetary haven)，诸如伦敦、卢森堡、新加坡、巴拿马和开曼群岛。与此类似的是避税港(tax haven)。公司和投资人把资金转入避税港以便获得较低税率的好处。同样，投资人需要获取离岸存款，因为它的利率高于国内存款利率，超出部分足以抵补其附加成本、不便和风险。离岸银行之所以能支付高于国内银行的利率，是因为它们不受利率上限约束，而且它们不必持有准备金。

国际银行业和国内货币政策

银行的国际化和离岸美元市场的发展带来了美国货币政策管理的一些重要问题。在计算美国货币供给时是否要包括离岸美元存款？如果要的话，那么美国银行离岸办事处的美元存款是否应该区别于非美国银行离岸办事处的美元存款？外国银行在美国办事处的美元存款是否应该计入美国货币供给内，就像它们是美国银行一样呢？美国银行离岸办事处以联邦德国马克、瑞士法郎和日元计值的存款是否应该包括在美国

货币供给的计算中呢？联邦储备系统是不是只要管理美国银行的国内分行，或者它对美国银行境外分行的管理是否应与国内分行的管理相一致？

货币分析的一个关键问题是，计算货币供给是应该包括一个国家（比如说美国或联邦德国）内产生的银行存款，而不管其货币种类；还是应包括某一特定货币（比如说美元或联邦德国马克）计值的银行存款，而不管存款创造的国家；或者是只包括总部在某些特定国家的银行（比如说美国银行或联邦德国银行）所创造的存款量，而不管其货币种类及创造存款国家的地理位置呢？最恰当的答案取决于计算货币供给的这些不同方法可在什么程度上解释一国之内的价格水平变动。货币供给的最狭窄定义仅仅包括美国银行的国内办事处形成的美元负债。这种度量在所有权方面可能被扩大到包括非美国银行的美国办事处所形成的美元负债；在地理方面扩大到包括美国银行的国外办事处形成的美元负债；在货币方面扩大到包括美国银行的非美元负债。

一种观点是，美国货币供给的最相关度量应包括以美元计值的银行负债总额，而不论美元存款产生于美国银行还是外国银行，也不管存款产生于美国还是国外。理由是，货币区（如美元区与马克区）之间的界限，大大地超过某一特定货币区的国内和国外部分之间的界限。在美国营业的外国银行的负债现在包括在美国货币供给的计算中，而且人们普遍认为这种处理是适当的，因为家庭和企业厂商一般认为它们在美国境内的外国银行的存款与其在美国银行的存款是相近的替代物；否则，外国银行的分行和附属机构在出售存款时就会处

于极度的竞争劣势地位。但是,人们一般不同意把以美元计值的离岸存款看成是美国货币供给的一部分,即使这些美元最终只能在美国使用。

本章讨论的第一个问题涉及各国银行管理特征的结构差别以及这些差别对管理货币政策的重要性。第二个问题涉及离岸美元存款与国内美元存款的关系,以及建立离岸市场对货币的影响。我们要着重论述离岸美元存款增长对美国货币政策管理的影响。

国际银行业的结构

分析国际银行业结构的传统方法是考察各个国家内的外国银行对贷款和存款的市场占有额。如果可以得到资料,那么考察各国居民从外国银行获得存款以及向它们出售贷款已经达到的程度是很有用的。所以,随着任何国家的居民获取国外存款或从国外得到贷款所耗成本的降低,设在特定金融中心的银行的相对市场规模就扩大了。

国际银行业的发展是很重要的,因为外国银行比国内银行更容易获得境外资金,所以就会比国内银行更能规避国内货币政策的变动。例如,如果英格兰银行执行一种较紧缩的货币政策,以致英国银行发现难以扩大英镑贷款;于是,已有美元资金和马克资金的美国和其他外国银行就可能出售这些资

金，以换取英镑，然后再购入更多的英镑贷款。或者，伦敦的借款人可以转向纽约和法兰克福的银行，从而抵消他们在伦敦借款能力的下降。

在主要国家国内银行体系的比较中，一个显著区别在于银行规模的分布状况（见表 28·1和表 28·2）。另一个区别是银行管制的形式和范围。虽然按资产来讲，最大的银行在美国，但是美国的银行数目比任何其他国家都多得多。在大多数其他国家里，主要的 3 家、4 家或 5 家银行，各自都有几百个分支机构，占有了银行存贷款总额的 60%或 70%。

美国银行规模很大而数目又大大多于其他国家的事实反映出两个因素：一是美国的银行总存款比其他国家大得多，因为美国的经济规模要大得多。二是美国保持银行业的竞争，这导致了反对银行跨州扩展其分支机构的立法（1927 年的麦克法顿法），而且，在许多情况下，不得跨越各州内的政治区域，甚至不得超出邮政编码区域的界限。

奇怪的是，在某些情况下，美国主要银行的巨大规模促进了外国银行之间的合并，以致它们在满足跨国公司金融需要方面，在规模上并不会比美国银行处于劣势。例如，英国在本世纪 70 年代初期，国民省会银行与西敏寺银行合并，而劳埃德银行则与英国海外银行合并。在荷兰，阿姆斯特丹银行也和鹿特丹银行进行了合并。

美国银行的大多数外国办事处都是分行，它们并没有在其所在国注册。然而在某些情况下，总行也设立一些在国外具有独立法人地位的分支机构。通常，东道国尤其是发展中国家，要求外国银行只能在本国占有少数股权，这样附属机构便

成了主要形式。就确定美国公司所得税负债来讲，分行与附属机构的区分是非常重要的，因为国外分行的收入（或损失）包括在当年的美国国民收入中，而国外附属机构的收入只是当它向美国的母行支付股息时，才必须交纳美国所得税。可以想象，尽管母行继续营业，附属机构却可能由于对股东造成亏损而停业。相比之下，分行在母行持续营业的情况下是不会倒闭的。①

表 28.1　国际性银行的等级　(1983 年)

(10 亿美元资产，根据现行汇率折算)	
1.花旗银行	125.6
2.美洲银行	115.4
3.第一劝业银行	110.3
4.富士银行	103.5
5.住友银行	101.1
6.巴黎国民银行	101.0
7.三菱银行	98.1
8.巴克莱国际银行	94.1
9.三和银行	91.3
10.农业信货国民银行	90.2

〔资料来源〕《银行家》，伦敦，1984 年 6 月号。

① 附属机构是由母行拥有的合法注册公司。分行是母行的未注册延伸部分。

表 28.2 主要银行按国别分布状况 (1983 年)

国　　家	最大的 10 家银行	最大的 20 家银行	最大的 50 家银行
美国	2	3	8
日本	5	8	17
法国	2	4	5
英国	1	3	5
联邦德国		1	5
加拿在		1	4
瑞士			2
荷兰			1
意大利			1
巴西			1
香港			1
	10	20	50

〔资料来源〕《银行家》,伦敦,1984 年 6 月号

银行业的竞争和管制

在过去 10 年中,外国银行在美国的急剧发展,已引起人们的关注:在美国的外国银行是否比美国银行具有管制方面的优势。而且,它

们的急剧发展导致了一个问题:一些外国当局对在其管辖区域内活动的美国银行进行的管制严于其对外国银行在美国境内活动所进行的管制,也就是说,对外国银行的管制不是处于互惠状况。美国境内的银行管制的一个基本特征就是管理当局的多重性,这在第3章已经作了充分讨论。这种管制的困境是,如果美国对外国银行的管制遵循互惠原则,那么,就对总部在国外的美国银行办事处施行的管制而言,其严格程度将随着银行总部所在国而有所不同。

离岸银行业的发展从几个重要途径促进了国际银行业的发展。当设在伦敦的美国银行分行出售美元存款时,它们可以轻而易举地同时竞争英镑存款和贷款。同样,设在布鲁塞尔的分行经营离岸银行业务时,可以出售并购买以比利时法郎计值的存款和贷款。在布鲁塞尔的这些分行可以通过向比利时居民发行比利时法郎存款,或者在银行同业市场上向主要的比利时银行借入比利时法郎,从而获得资金进行贷款。或者,这些分行可以在离岸市场上发行比利时法郎存款,或在离岸市场上发行各种外国货币计值的存款,再把资金转换为比利时法郎。由于银行支付的交易成本非常低,这种外汇互换(currency swap)的成本也是很小的。同样,如果外国银行要承办美国贷款业务,它们就可以通过在伦敦离岸市场出售美元存款从而得到资金来购买美元贷款。

美国银行在国外的主要发展发生于本世纪60年代(虽然有些美国银行在20年代就设立了国外分行,有些甚至在19世纪后半叶),其原因如下:一是伴随美国公司在国外的扩展;二是为了避免国内对银行发展的限制,对于总部在纽约的美国银行尤其如此;最后是大量的美国银行在国外参与离岸货币市场,特别是为避免美国分行和外国银行的存款损失,因为这些银行对美元存款提供的利率高于对国内美元存款支付的利率。因此,美国银行在国外办事处的分布状况与美国在国外投资的模式相吻合,但又有两个主要的例外:美国银行在那些限制很严格的国家未能获得应有的地位,这些国家包括澳大利亚、加拿

大和墨西哥;而在伦敦、卢森堡、巴哈马和其他货币港则是机构过多。

外国银行在伦敦、卢森堡、新加坡和其他货币港设立办事处,从而加入离岸市场,争夺以美元、联邦德国马克和瑞士法郎计值的存款。在国外设立分行参与离岸市场,通常比增设新办事处竞争国内业务会花费更少且更有利可图。外国银行在美国的主要扩展发生于70年代,这也有几个原因:第一,为了避免国内对其扩展的限制;第二,为了直接加入占支配地位的国际金融中心;第三,为了参与它们本国与美国之间国际贸易的融资,因为大量的贸易是以美元结算的,外国银行在贸易融资中可能处于不利地位;第四,为了对美国的特定种族(包括外裔的工商社团和侨居美国的移民)的市场提供服务;第五,外国在美国的投资已经增加,联邦德国、日本和英国的银行都不愿意把它们的顾客让给美国银行。

企图进入美国的外国银行面临一些关键的抉择:第一,在纽约还是在其他城市设立办事处;第二,开办一个新办事处还是通过购买一家美国银行进入美国市场;第三,设立一家分行或附属机构还是建立代理行。外国银行在美国最初会有一定的优势:其一,虽然不允许它们跨州设立分行,但它们可以在一个州设立分行,而在另一个州建立附属机构(或在其他几个州建立一系列的附属机构);其二,它们在美国的分行不必加入联邦储备系统,也用不着保持法定存款准备金。对它们要求的法定资本比率也低于美国银行,实际上,外国银行的美国分行并没有自己的独立资本。

1978年的"国际银行业法"(IBA)把在美国的外国银行视作美国银行,从而显著地减少了它们过去曾获得的竞争优势;当时美国还制定了"国民待遇"原则。在美国营业的所有外国银行现在都被视作美国银行,而不论它们本国如何对待美国银行(国民待遇原则优先于互惠原则)。虽然外国银行可以不参加联邦储备系统,但只要它们的存款超过10亿美元,就必须像美国银行那样持有存款准备金。外国银行的美

国分行可享有联邦特许证的选择权,而过去它们只能选择州特许证。经营零售银行业务的外国银行分行必须参加联邦存款保险。外国银行可以建立埃奇法公司,而美国银行的埃奇法公司的权力得到了扩大。①现在,国外大银行的美国分行和相应的美国银行一样,都要接受相同的监督和管制要求。

“国际银行业法”的影响将减缓外国银行在美国的发展。然而这些银行在美国已有相当多的分支机构,而且规模大到足以明显提高银行业的竞争,在批发银行业务市场上尤其如此,在纽约州和加利福尼亚州的零售银行业务市场上也是这样。由于外国银行也要保留法定存款准备金,美国的货币控制效果提高了。

离岸银行业的发展

本世纪 70 年代,以美元计值的离岸存款的急剧增长引起了相当多的争论,其焦点在于这种存款急剧增长对于世界通货膨胀率、国际金融体系稳定性以及各国货币控制效果究竟产生何种影响。有一种主张是,离岸美元存款的增长导致了 70 年代世界通货膨胀率的上升,主要是因为离岸银行不受法定存款准备比率的约束。因此,只要离岸银行的准备金略有增加,它们就能创造大量的贷款。第二种意见关心的

① 埃奇法 (Edge Act) 是联邦储备法的修正案,它放宽了美国银行参加国际贸易融资和投资的限制。这样,总部在芝加哥和旧金山的美国银行,可以在纽约建立附属机构,从事国际金融活动。同样,纽约银行也可以在美国的其他城市建立附属机构。

是，离岸银行业制度可能沿着大萧条时期银行倒闭的道路而走向崩溃。有一个方案提到，一二家经营不善的离岸银行由于对高风险借款人提供贷款的损失而倒闭，这很像联邦德国赫斯塔特银行遭受损失后倒闭的情景，它引起了连锁反应，使那些向它们贷款而经营较好的银行也陷于跨台。人们有时就用"扑克牌房屋"倒塌来隐喻这种情况。第三种意见则担心，离岸银行的扩展减少了各国金融市场的分离，从而缩小了独立的国民货币政策的范围。这个论点的另一种看法是，美元在外汇市场上的疲软是由于各国货币在离岸市场上的"搅动"引起的。最后，还有一种意见担心，由于美国银行可以通过它们的离岸活动来逃避国内货币紧缩，货币控制的效应会因而降低。

美元计值的离岸存款的急剧增长，表现了投资者对离岸存款利率高于类似的国内存款利率的反应。有两个因素可以说明这种利率差别：其一，离岸银行的经营成本低于国内银行，主要因为它们设在金融中心，因而不必对美元计值的存款持有准备金。这一解释也适用于联邦德国马克计值的离岸存款。法定存款准备金是对存款的隐含税赋。其二，离岸银行不受利率上限的约束，即它们支付的利率可高于银行对国内存款支付的利率，而且它们可以对活期存款支付利息。这两个因素都反映出，离岸银行没有像国内金融中心的银行那样受到广泛的管制。

实际上，离岸银行并不受所在国当局的管制，例如，英国当局承认，在伦敦的美元交易只是地理上的方便，对于英国经济管理来说，这些以美元、联邦德国马克、瑞士法郎和其他外国货币计值的交易并不会比发生在卢森堡或纽约的交易更为重要。英国从输出更多的银行服务中获利。的确，就伦敦发生的美元银行服务而言，英国实际上是"掠夺"了那些几乎应该发生在纽约或美国其他城市的银行业务。伦敦的银行业及其相关行业的就业越高，美国的相应就业就越低。

各离岸银行之间的存款竞争意味着，它们把大部分（如果不是全

部）在离岸市场上创造存款方面产生的费用节约都传递给投资者或存款人了。50 家国际性银行，即各个工业国家的主要银行，都是伦敦离岸市场上的重要竞争者，而且其他国家的另外 200 家银行也加入了竞争行列。政治辖区如英国、卢森堡、巴哈马和新加坡之间对离岸银行业务的竞争，意味着它们都不愿意对离岸银行进行任何管制，因为这些银行可能会转向管制较宽的离岸金融中心。

国内利率和离岸银行利率

一旦主要的国际性银行设立办事处以创造和出售离岸存款，就形成了一套新的投资方式。投资人可以购买国内存款，或者，购买相同货币计值的离岸存款，甚至可以从他原来向之购买国内存款的该银行的分行购买。离岸存款利率高于类似的国内存款利率。如果国内美元存款的持有人得知离岸存款可以获得更高的利率，那么他们对国内存款的持续需求就会取消，即使以放弃利息收入为代价。有一种情况是，他们意识到离岸存款上的额外风险，尤其是外汇管制形式的风险，即存款所在国或美国可能对资金从离岸银行汇回国内银行的行为采取外汇管制。对于不愿承担风险的投资者来说，如果这种外汇管制的可能性很小，则额外的利息收入就显得报酬不足。

当离岸美元存款利率超过类似的国内存款利率的幅度达到某一数目，而这个数目正好反映出两种存款成本之间的差别时，每一家美国银行是出售更多的离岸存款还是出售更多的国内存款就是无所谓的。在没有外汇管制的情况下，银行可以利用国内存款，也可以利用离岸存款来向国内借款人提供贷款。银行出售存款的地点与其购买贷款的地点并不一定相

连。向借款人收取的离岸贷款利率与同一借款人的国内贷款利率是接近的，因为银行没有对顾客的离岸贷款收取较低利率的融资动机。但是，每个借款人都有一种动机，即要把他们在纽约支付的美元贷款利率与国外可比的美元贷款利率相比较；每个人都愿意在较便宜的金融中心借款。

一旦银行确定了它对美元计值的离岸存款能支付的最高利率，就能很容易地确定它对联邦德国马克、瑞士法郎及其他货币计值的离岸存款能支付的最高利率，而且这并不会比它如果出售美元计值的离岸存款时的情况更糟。这样，一家美国银行的伦敦分行就可以发行联邦德国马克计值的存款，然后先在外汇市场上买进美元，再利用这笔资金去购买美元贷款。为了减少或消除汇价风险，银行在现货外汇市场上出售联邦德国马克的同时可在期货外汇市场上买进联邦德国马克。如果银行力图完全抵补任何可能的汇价风险（或寻求因承担该风险而得到补偿），那么，以不同货币计值的离岸存款利率的差额就会充分反映出补偿外汇风险的成本，或者反映出期货汇率与现货汇率的百分比差额。

有些美国银行在伦敦、苏黎世、卢森堡和巴黎设有分行。在任何时候，位于这些中心的美国银行分行对特定到期日的美元计值存款所提供的利率实际上都是相同的。一般地说，伦敦分行并没有比苏黎世分行对美元存款提供更高利率的经济动机，尤其是发行存款所获得的资金将要用来在纽约购买贷款。倘若投资者认为巴黎美元存款的风险较之伦敦美元存款的风险已经增大，那么，他们就会把资金从巴黎转移到伦敦，尽管伦敦的美元存款利率并没有比巴黎的美元存款利率有较

大的变动。

有些时候，特定金融中心的银行分行力求在那里出售离岸存款，因为它们想在该国购买贷款，如果由于外汇管制的较大可能性，投资者认为在某一特定国家可获得的离岸存款具有较大风险，那么，设在该国的离岸办事处必须比设在主要离岸中心的办事处支付更高的存款利率。例如，在意大利米兰的离岸办事处得支付略高于同一银行伦敦分行的美元存款利率，因为投资者认为，在意大利的离岸存款具有较大的风险。在米兰出售美元存款的银行利用这笔资金向意大利银行购买美元贷款。如果这些银行对米兰美元存款和伦敦美元存款支付相同的利率，它们就只能出售较少量的存款，或者可能根本无法出售。

如同某些离岸中心的风险被认为大于其他中心的风险一样，某些离岸银行也被认为比其他离岸银行更有风险。风险较大的银行在出售离岸存款时就要支付较高的利率。对风险的不同理解反映了几个因素，包括：每家银行的规模，偿债能力诸如资本与资产的比率的度量，母行的国籍以及这些银行出售的离岸存款总额与国内存款总额之比。投资者把离岸银行归为三四种主要类型，所以离岸利率就有了“等级”(类似的情况是对各公司和政府发行债券的分级)。在任何时候，一家银行支付的最低利率与其他银行支付的最高利率之间的差价介于千分之五到大约百分之二之间。

任何时候，投资者都可获得较大范围的存款。他们可以在国内存款与美元、联邦德国马克、瑞士法郎和其他货币计值的离岸存款之间进行选择。另外，他们还可以在不同离岸中心在

某一特定货币计值的离岸存款中进行选择，也可以在规模和国籍都不相同的几百家银行提供的离岸存款与国内存款中进行选择。

离岸存款的增长大大快于国内存款的增长，这反映了两个因素：一是随着利率的提高，转向离岸存款的利息动力也增加，因为无息存款准备金的隐含税赋提高了；二是对离岸存款有关风险的估计值降低了。[①]

离岸存款对货币的影响

离岸存款总额在 70 年代急剧增长，当时的世界通货膨胀率也在上涨，这导致了一种说法，即离岸存款的增长造成或加剧了世界价格水平的上涨。对这个观点的分析要取决于：离岸存款的增长究竟是促进了国内存款的增长，或者只是代替了国内存款的增长。一个相关的问题是，对商业银行制度的准备金供给是否不依赖于离岸存款的增长。

关于离岸存款中的信贷创造过程，有两种极端的观点，从

① 美国的国际收支逆差可能略微促进了离岸存款的增长，因为外国中央银行在离岸银行中持有一部分美元准备金。但这个持有额是很小的。而且，虽然联邦德国和瑞士都有国际收支顺差，但瑞士法郎和联邦德国马克计值的离岸存款却增加了。

而导致对离岸存款增长的通货膨胀涵义有不同结论。其一，离岸银行系统与国内银行系统是一样的；根据这个观点，离岸银行系统和英国银行制度对于美国银行制度有着相同的关系。其主要的区别仅仅在于，离岸银行系统没有中央银行，因此离岸银行不受法定存款准备比率的约束。这种观点的涵义是，由于离岸银行不必持有准备金，离岸银行准备金的少许增加就会引起离岸银行系统内存贷款的显著增长。这时的情况是：一旦某人把资金从国内银行转到离岸银行，该银行转而会增加它对其他某些人的贷款，这些人又向另一些人购买商品或劳务，而卖主随后把销货收入存入另一家离岸银行，该银行又把资金借给某些个人用以购买商品，依此类推，等等。在离岸银行系统内，部分存款准备金的乘数规模很大，因为这些银行不必持有准备金。那些认为离岸存款的增长对世界通货膨胀率有重大影响的人普遍同意关于分离的、独立的离岸银行系统的这一观点。

相反的观点是，离岸市场完全是一个银行同业市场，是美国联邦资金市场的相应国际部分。根据这种观点，离岸系统不会创造信贷；然而，该市场能够促进更有效地分配信贷。这样，国际收支顺差国家的银行就是向国际收支逆差国家的银行提

供了信贷。离岸市场的大量同业银行交易证明了这个观点。[①]但是这个观点又和一些数据不一致,这些数据表明,离岸银行负债的一个很大比重是对私营公司和投资者的负债,也包括对各国中央银行的负债。

离岸银行不是分离的金融体系的一部分,而是主要国际性银行设在金融中心的分行,在这些金融中心里,离岸银行不必持有存款准备金。实际上,任何重要的离岸银行都是主要国际性银行的分行或附属机构;主要国际性银行的离岸办事处与这些银行的国内办事处竞相出售存款。如果一家美国银行的国内办事处出售了超额的国内存款,其法定准备金持有额就会增加;倘若同一银行的离岸办事处出售超额的存款,其法定准备金则不变。实际上,一家美国银行离岸分行持有的任何准备金与其国内存款持有的准备金是混合的。通过出售超额的离岸存款,一家银行可以把其准备金的效能或经济水平降至对国内存款的法定水平以下。因此,对任何拥有离岸分行的美国(或外国)银行来说,随着离岸存款相对于国内存款的不断增加,无息资产对有息资产的比率已降低了。

① 大量银行同业交易的一个原因是,被认为风险较小的银行向风险较大的银行贷款。第二个原因是,银行力求搭配它们的资产和负债的到期日,从而节省资金,满足资金的流动性。第三个原因是,有些国家在争取存款方面很有利,而另一些国家则在进行贷款方面有优势。第四个原因是,离岸银行普遍参与信贷分配,对私人借款人的贷款,对某一特定国家借款人的贷款,或对某一特定行业借款人的贷款等方面,它们都获得限额限制。一旦这些种类中的银行贷款已达到其上限,它就会扩大对不大可能向投资者出售存款的银行提供贷款。

离岸银行存款的增长快于国内存款的增长,意味着应用于各银行的实际法定准备比率降低了。所以,就美国银行体系准备金供给的既定增长而言,美元贷款的供给由于货币乘数的增大而形成出乎意料的更大增长。除了离岸存款的增长超出联邦储备系统的预期之外,贷款额的增长也比所预料的更快。但是,要估计这一出乎意料的贷款供给增长对美国通货膨胀率以及世界通货膨胀率的影响是困难的,这部分地由于这种贷款增长的途径可能取代了一些其他贷款的途径,否则,通过后者的贷款供给也许会增长得更快。

离岸存款的增长降低了货币管制的有效性,因为美国货币当局不再对货币供给的变化持有信心,而这些变化是与银行准备金的既定变动相关联的。这种不确定性的来源是,由于离岸存款量比国内存款量增长得更大,货币乘数随之发生变化。从逐年情况来看,这个趋势是变幻不定的,并显得不可预测。

离岸存款的增长对降低各货币区间的障碍可能具有重要意义,并使货币政策的管理趋于复杂化。投资者和银行都更加关心不同货币区之间的相关收益率。离岸存款的增长使各企业厂商更愿意估测与改变其货币组成有关的成本和风险,尽管这种估测并没有从任何重要途径来降低这些成本或风险。因此,各货币区的分离缩小了,从而独立的各国货币政策的范围也缩小了。

由于主要离岸银行都是主要国际性银行的分行,所以,说它们的倒闭可能连锁地引起银行体系的崩溃是言过其实的。大多数离岸银行很可能比它们的总行更不愿意进行风险较大

的贷款;其实,美国银行的离岸分行要受到美国货币当局的检查,该当局同样也检查国内银行机构。从法律上说,离岸办事处的存款持有人是不可能遭受损失的,尽管这些办事处进行的许多贷款都被证明是错误的。这些离岸办事处的偿债能力以其总行的偿债能力为后盾。最后,各国中央银行都参加了国际清算银行的活动(国际清算银行是为了管理德国战后赔款而于本世纪20年代后期成立的,它现在还向其成员国中央银行提供各种金融和其他服务),这些中央银行都同意对其本国银行的离岸机构的流动性需求承担责任。

离岸银行优势的减少

有一个建议说,为了削弱输出美国银行体系的动机,应该对离岸存款应用法定准备比率,法定存款准备金可以应用于所有在伦敦产生的离岸存款。然而,对这项建议的反应是,投资者将把其资金转移到其他不要求保持法定准备金的离岸金融中心去。因此,如果在伦敦对离岸存款采用存款准备金,那么离岸存款的持有人就会把资金转向卢森堡、巴黎和巴拿马。第二个建议是,各国的货币当局可能对总部在其辖区内的银行的离岸机构采用法定存款准备比率,例如,美国货币当局可以把其国内的法定准备比率扩大到美国银行的离岸办事处。同样,联邦德国货币当局也可以把其国内的法定准备比率扩大到联邦德国银行的离岸办事处。对这个建议的反应是,离岸存款的持有人将转移他们的资金而使之成为英国、法国和瑞士银行的离岸存款。英国有可能实施法定存款准备比率,但它并没有这样做的内在动机。第三个建议是,要求中央银行对其

持有的存款准备金支付市场利率。但是,如果实施这个建议的话,将会减少政府收入,因为这要增加中央银行支付的利息。

1980 年,美国联邦储备系统允许在美国经营的银行设立国际银行业机构 (IBFS),即可以吸收存款但不必持有准备金的机构。只有非居民才能获得这些存款。因此,这些非居民目前在美国得到了高于美国居民的美元存款利率。

管制方面的问题是,美国当局必须在缩小投资者获取离岸存款的动机以及对离岸存款增长快于国内存款进行调整之间作出抉择。在高利率和低通讯成本时期,银行及其顾客都发现,要避免隐含于国内存款法定准备金中的税赋是很容易且有利可图的。美国当局必须承认,美国金融管制的结构不能不受其他国家的管制的影响;它不可能维持大大高于国外的法定存款准备水平,否则,更多的美国银行业务将转向国外。

如果允许美国居民持有国际银行业机构的存款,许多人就会把资金从伦敦、苏黎士的离岸银行转移到纽约、芝加哥和旧金山的国际银行业机构。而且,在明尼阿波利斯和盐湖城及美国其他城市的许多国内存款持有人,也会发现把资金转到纽约、芝加哥和旧金山的国际银行业机构会更有吸引力。他们在过去由于担心可能的外汇管制而不敢从伦敦或苏黎世获取美元存款。因此,潜在的获取国际银行业机构存款的迫切需求将意味着,美国每一主要大都市区的银行都将力求建立国际银行业机构,从而规避法定准备比率,因为受这些法定准备比率约束的存款范围已越来越小了。当一种存款实际上已经不受法定准备比率约束的时候,联邦储备系统想要维持该种存款的较高法定准备比率的努力就会很快结束。因此,在美国建

立自由银行区的意义只是反映了世界货币管理的问题，即相同的存款受着不同的法定存款准备比率的约束。只要在伦敦和其他离岸金融中心经营的银行不必持有存款准备，美国法定准备比率的存在就会刺激美国银行业体系的输出。

银行管制和货币政策

银行管制的不同方法会降低货币政策的有效性。一系列的反常情况说明了这一问题。美国银行的国内交易根据一种原则进行管制；它们的离岸交易又根据另一种原则加以管制。美国银行的离岸交易又接受不同于非美国银行的一套规则的约束。而且，美国银行的国内交易与外国银行在其总部所在国的交易是按不同的方式进行管制的。

究竟是美国银行还是外国银行向美国居民提供银行服务的问题，应该与各国不同管制情况下美国货币政策的有效性这个更广泛问题区别开来。不同的管制对不同种类银行的竞争状况和它们的增长率都有不同的影响。提供银行服务的机构的所有权问题与货币政策的应用无关，但有一个例外：外国银行在其本国的办事处更容易获得资金，以致它们能够规避货币政策的变动。这种资金来源的重要作用是一个实证问题，从归纳的情况看，它对于小国似乎较之对美国更为重要。当前，由于法定存款准备比率的不同，以及离岸美元存款增长与国内存款增长之间缺少稳定的联系，美国的货币控制削弱了。在货币紧缩期间，随着利率上升和美国银行持有法定准备金的实际利息成本增加，美国银行在美元存款市场上的占有额已下降。为了减少美国银行的劣势，既可以通过降低国内法定

存款准备比率来减少或消除有利于离岸存款的金融动力,也可以通过对法定存款准备金支付利息。对这种调整的争论表明,美国金融管理当局不能不顾国外的银行管制而行动;更严厉的银行管制只会导致美国金融交易的输出。

小　　结

1.在过去几十年中,随着总部在美国、西欧和日本的银行在其他国家设立分行和附属机构,商业银行已变得更加国际化。

2.离岸银行的扩大促进了国际性银行的发展;离岸银行是在某一特定金融中心进行经营的银行机构,它们出售的存款以所在国货币以外的任何一种货币计值。例如,在伦敦的银行,包括美国银行的伦敦分行,出售存款的计值货币为美元、联邦德国马克和瑞士法郎。

3.美元计值的离岸存款已显著地增长;其速度快于美元的国内存款增长(即使已调整了银行同业存款的增长),结果美元货币供给的增长也就被低估了。

4.离岸存款在70年代的急剧增长,就像货币市场基金的急速增长一样,是利率急剧增长时期法定存款准备金的成本变化的一个结果。

5.以美元和其他货币计值的离岸存款的增长促进了各国

货币市场的结合,因为银行可以出售以某一种货币计值的存款,并把这笔资金转换为它们将要进行贷款的其他货币,或者通过外汇期货合同来弥补外汇风险。

6.美元离岸存款的增长意味着,应用于美元存款的实际存款准备金已降低;实际存款准备金是对国内存款的法定准备金与离岸存款的零准备金的加权平均数。

7.管制方面的变动已允许美国银行建立国际银行业机构(IBFs),这将缩小非居民获取离岸存款的主要动机。而美国居民将继续获取离岸美元存款,只要这些存款能比国内存款提供更高的收益。

问题与练习

1.讨论境外货币市场增长所必需的条件。为什么离岸存款利率大于类似的国内存款利率?这个差别的上限是什么?如果境外存款利率高于同种货币计值的国内存款利率,为什么还有人继续持有国内存款?

2.为什么离岸市场美元存款的增长可能会削弱联邦储备系统的货币控制的有效性?

3.在离岸银行制度中是否可能存在或者会产生金融崩溃或金融灾难?而且这种崩溃是否和国内银行业制度毫无关系?

4.试论离岸美元存款的增长导致外国银行分行在美国发展的途径。

29

国际金融问题的议事日程

在今后几十年里，主要国家的货币当局将继续关注国际金融安排的变动情况。许多国家将寻找办法，以期缩小汇率波动幅度，并减轻来自贸易伙伴的金融波动的频繁性和严重性。有些国家试图建立一种安排，以便既能加强货币政策的有效性，又不侵犯自由的国际贸易和支付。有些国家则力求建立一种机制来减轻发展中国家的债务负担。

建立新的国际货币制度

自从采取钉住汇率的布雷顿森林制度崩溃之后，组织外汇市场和建立国际货币的安排似乎带有随意性，以致不能成

为一个国际货币制度。要使一种安排成为一种制度，它必须更“有秩序”或更有系统，或者还要有一个国际协定。有关实现更佳货币秩序的一些建议力求改进浮动汇率的运行机制，另外一些建议倾向于在全球范围或地区范围恢复钉住汇率制。其他建议则力求改变作为国际储备的资产，其中的一个问题是，黄金是否应该逐步撤出国际货币制度，或者说，黄金是否应该再用作国际储备资产。还有一些建议认为，美元资产或其他货币计值的资产的国际货币作用将要减少。

一个关键的问题是，这些制度结构的变化将如何影响货币政策的管理，这既是指主要国家对货币独立性的要求或需求，但是指美国和其他国家货币当局，在最小的境外限制下，是否具有执行适合于国内目标的政策的能力。由于各国间的商业周期阶段并不是完全相关的，所以对货币独立的需求提高了；即使商业周期完全相关，但各国争取充分就业和物价稳定的重要性仍然不同。即使某些国家决定寻求更大的货币独立，它们也会遇到很大的境外限制；一国货币政策的变动会大大影响资本流动或其货币的外汇价值。变更国际货币安排的目标是，要使各国既能追求其国内目标而又不放弃国际经济中的开放性和专业化的可能优势。

其中一些建议，在变革外汇市场组织和国际储备供给的现行安排方面是雄心勃勃的。一个新制度意味着一套将影响各国中央银行在外汇市场上干预活动的新规则（可能像布雷顿森林协定那样要基于一个国际协定）。各个参与国都要承诺进行某些干预外汇市场及国际储备持有额的特定活动，并且要废除某些措施。遵循这些承诺很可能不需要太大的代价。即

使没有协定，各国也会像遵循这些承诺那样行事。假定遵循这些承诺需要付出代价，例如一些参与国有义务实行某些措施，而这些措施在没有协定时通常是不会采用的。在这种情况下，关键的问题是它们将在多长时间内遵守自己的承诺，并放弃自己所追求的利益而完成它们在该国际协定中的义务。还有一个问题是，这种协定在舆论"面前"能得到多大的支持；对各国利益来说代价太大的协定，就像史密森协定一样，将很快被束之高阁。

所以，一个主要问题是国际货币安排的变化对各国经济政策的影响如何。相关的问题是，各国中央银行在钉住或管理汇价方面的努力，需要多长时间才能使汇率明显地偏离他们不干预时的汇价。干预对短期汇率（几个月甚至一年期间内）的影响会大于对更长时期汇率的影响。从长期来看，汇率取决于相对价格和相对收入，以及对相对价格水平变动的预期。

设计一个在一段时期内可行的国际金融安排能否成功，取决于其内含的承诺与通行的货币和政治联系之间的关系。在通货膨胀时期，力求采取钉住汇率制度是行不通的；通货膨胀的一个特征是，各国之间的价格水平增长率存在明显的差别，并且逐年有很大不同。所以，各国都可能会发现，在较长时期内坚持其货币法定平价的国内经济代价是太高的。

如果所建议的国际金融安排是可行的，则这些安排必须与各国之间政治和经济权力分配相一致。例如，金本位制在英国经济占支配地位的阶段是成功的，而且英国当时的政策导致了相对稳定的价格水平。布雷顿森林制度在美国经济和政治力量占支配地位时非常有生气，美国经济政策也导致了一

个稳定的价格水平。当美国的经济地位相对于联邦德国和日本的经济复苏而下降时,布雷顿森林制度的脆弱性就昭然若揭了。

然而,布雷顿森林制度只是当美国价格水平开始以高于每年 5%的速度升高时才趋于崩溃。任何新的安排至少必须与 3 个主要经济中心的经济实力分布相符合,这 3 个中心是美国、联邦德国及欧洲共同体其他成员国、日本。只要民族主义的压力还很大,那么,要求更广泛集中化的建议就行不通。

制度安排的改变涉及各国利益的复杂的相互作用。极少国家的中央银行家和财政官员力图使全世界的或普遍的利益达到最完善或最大化。因此,在对这些问题展开讨论时,各国都会针对本国的不同情况提出一个相似的问题:"其中何者对我有利?"每个国家的政策制定者都进行隐含的成本—效益分析,以此来考察所采取的每一项建议对其选民福利以及对他们的政府实现其目标能力的影响。相对地说,如果对自己选民的代价很高,没有哪一个国家的货币当局会赞成促进全世界利益的建议。

当各国利益出现分歧时,国际货币的问题便会产生。各国间利益的差别通常比各国内部利益的差别更大。而且,各国内部一般都建立了往往基于成文法的法律程序,以此确定社会公众的利益,或至少据以解决问题。然而,确定某一组国家间共同利益的程序则是很含糊的。如果各国的利益更有可塑性或可变性,那就可能更容易找出解决这个问题的办法。通常的建议是:各国当局要协调它们的政策。但这样的建议往往忽视了各国利益的差别。由于这利利益仅仅是很缓慢地变化的,所

以问题就在于设计一套能最好地协调不同国家利益的国际安排。

这一章将首先回顾国际货币安排在过去10年的发展。然后把重点转向外汇市场协议的修订、储备机制的发展以及统一货币的概念。要考虑3个问题:各国货币融合的范围和最适量货币问题;在钉住汇率制和浮动汇率制之间进行选择的问题;以及国际货币竞争的未来作用问题,尤其是黄金、美元和国际货币基金组织货币的作用问题。

国际货币在过去10年的发展

过去10年,国际货币安排方面的变化比以前的任何时期都大。黄金的市场价格在60年代末是35美元一盎司,在随后10年却超过了600美元一盎司;1980年1月的黄金价格达到970美元一盎司。1982年夏天,黄金价格跌至300美元一盎司,而在该年末,又达到500美元。1985年,一盎司黄金的价格介于300美元到500美元之间,1986年则升到400美元。

在60年代末,国际货币基金组织的可调整平价制度,由于对日益高估的美元平价迟迟没有作必要变动而受到了压力。1971年8月这一制度崩溃了,1972年经过修补后又蹒跚地施行了一年,在1973年初再一次崩溃。浮动汇率制与规范的模式不一样,汇率变动的幅度要比各国价格水平上升的幅

度大得多。各国货币当局广泛进行干预以减少汇率的大幅度波动。确实,通过对国际储备资产的购买和出售的措施,这种干预已比实行钉住汇率制的前 10 年更加广泛了。

美元汇价的变动很大而且常常突如其来。当美元在本世纪 70 年代后期变得疲软时,许多国家货币当局都力图使其储备资产多样化,除美元外,相对增加了其他货币计值的资产,尤其是联邦德国马克、瑞士法郎和日元。在 60 年代,一个主要的问题是国际储备短缺,这最终导致了特别提款权 (SDRs) 安排的建立,并且发行了 100 亿特别提款权。在 70 年代的 10 年中,不包括黄金的总储备额增加到 7 倍,从 1969 年底的 400 亿美元增加到 1979 年底的 2700 亿美元。如果作货币用的黄金按每盎司 300 美元计价,包括黄金的总储备就从 800 亿美元升到 6000 亿美元。

通货膨胀的影响

与国际金融关系中所有这些变动的因素相关的是世界通货膨胀率的上涨,它从 60 年代的每年平均 4.3%增加到 70 年代的 11.1% ;美国通货膨胀率从 60 年代的平均 2.3%升到 70 年代的 7.1%。通货膨胀率在 70 年代末达到有史以来的最高水平。由于 1973—1974 年间欧佩克一再提高原油价格,以及 1978—1979 年又一次连续提价,以致加剧了通货膨胀。这时,原油价格尚未升到 1973—1974 年的 5 倍,而世界性通货膨胀率已经达到两位数的水平。虽然 1974 年和 1979 年的石油价格的急剧增长可能使世界通货膨胀年率升高 2%至 3%,但对某些国家却具有更大的影响。因为油价提高引起其他商

品价格的上涨,从而也使得预期的未来价格增加起来。

在通货膨胀加速时期,私人对黄金的需求增加了,因为投资者认为黄金是对付通货膨胀的保值手段。那些对通货膨胀预期最高的投资者确定了黄金的市场价格。在 60 年代末,黄金显然是被低估了,因为它的价格从 1934 年以来一直保持不变,而世界价格水平已升高了 4 倍。黄金价格在 70 年代的上升表明了人们预期通货膨胀将持续和加速。涉及官方黄金交易的条例一次又一次地被修订,各国货币当局曾一度同意不以官方价格以外的价格买卖黄金。后来,黄金的官方价格被取消了。一些国家的货币当局提高了其黄金持有额的价值;许多国家的货币当局把黄金作为其国际储备的一个重要组成部分,而且不愿意接受废除黄金的货币资格的建议。

最适量货币区和货币联合

国际金融的一个核心问题是各种货币使用的地理广度。是不是每个国家都应该有自己的货币,就像现在所有国家实际上实行的那样?或者各国货币是否应该统一,就像人们通常所设想的欧洲共同体中的货币一体化体系那样?或者,对于某些大国,比如中国或巴西,是否值得在其国内的不同地理区域内使用两种或更多的货币?在 19 世纪后期,德国、日本和意大利之间的货币联合是很广泛的,这或是作为政治联合计划的

一部分，或是产生于同种语言和同种文化的国家之间。

过去几十年的一个特点是，国家数量和货币种类都在增加，这主要是由于英国、法国、葡萄牙和荷兰等帝国崩溃的结果。所以，自从 1922 年爱尔兰独立以来一直稳固地钉住英镑的爱尔兰镑，现在也相对于英镑而浮动了。各个帝国的崩溃和新的独立国家的成立导致国家货币种类的激增。最初，这些货币是与某些国家的货币挂钩的，因为它们原先是这些国家的一部分。逐渐地，随着新国家的货币政策变得更加独立而且更为发展，这些国家就降低了它们货币的价值。

更概括地说，各国货币一体化的问题涉及到各个参加国的特征以及它们在货币联合以后如何使各国的经济福利达到最大化。货币一体化的好处是，可以对资源、资本作更有效的分配，并可降低使用外汇市场的相应成本。如果世界上只有一种货币，这些成本就会完全消失。美国可以被看成一个统一货币区，包括 12 个联邦储备区和 50 个州。金融资本可以平稳而有效地从高储蓄、低增长地区流向低储蓄、高增长地区。这种几乎无摩擦的运动的一种涵义是，无论在资本富余和资本短缺地区，可比证券的利率实际上都是相同的。从缅因州到加利福尼亚州，就可以借助支票进行实际上无需成本的支付。从国际范围来讲，西欧分为几个不国货币区所产生的成本，在这些货币区联合为一种欧洲货币后就可以避免了。

货币一体化的代价涉及一个地区或一些国家的中央银行的损失，从而又涉及管理货币政策以促进该地区、国家或区域中的就业和价格水平目标之能力的下降。如果芝加哥联邦储备银行独立于其他地区的联邦储备银行之外，它就能遵循更

扩张的货币政策来阻止中西部地区的较高失业率。成为一个独立货币区的价值在于具有可以改变货币供给增长率的优势。货币一体化的代价大小将随所包括的国家而异,也会随着它们经济结构的相似程度而有所不同。

关于货币区最佳数量的一个合乎逻辑的建议是,中央银行的数量不应超过劳动力市场的数量。否则,一些中央银行就会成为多余的(就像其他11家区域性联邦储备银行一样),而这些劳动力市场的失业率总会与其他劳动力市场的失业率相一致。一个劳动力市场被认为是一个区域,在这个区域内,对劳动力的超额需求以及对同种劳动力的超额供给不能同时存在。如果劳动力可在几个劳动力市场之间充分流动,他们实际上就是一个更大劳动力市场的组成部分。在这个更大的劳动力市场上,货币工资水平及其变化在该市场的各个地理区域之间不可能相差太大。其解释很简单,倘若失业工人可流到对劳动力有超额需求的企业厂商处,而且工人之间互相竞争也保持公平一致的工资,那么,没有哪一个企业厂商会支付比一般市场工资更高的工资来吸引劳动力。

因此,成为独立的各国中央银行的必要条件是,存在着分离的劳动力市场,而且劳动力不能在其中充分流动。如果高失业率地区的中央银行执行更扩张的货币政策,而通货膨胀地区的中央银行执行更紧缩的政策,那么经济福利可能会提高。但是,倘若金融资本可以在这些货币区之间充分流动,那么,独立的中央银行将成为多余的,因为一个中央银行不能通过改变其货币政策来诱导其利率相对世界利率而变动。在资本流动使货币独立的努力成为无效的情况下,各中央银行应该

合并起来,以便消除为外汇市场提供服务的成本。独立货币区的充分条件是:各国资本市场是部分分离的。

即使劳动力市场和资本市场都是部分分离的,以致于独立货币政策是需要的而且可行的,然而维持分离的国家货币的成本可能会超过它的收益。与货币合并有关的权衡替换涉及到这样的问题:从增强的商品和证券流动以及消除外汇市场服务成本中所得到的福利收益,究竟大于还是小于因中央银行数目减少而导政的更高失业的福利成本。

如果货币合并可用以增进经济福利而使经济状况令人满意,那么,有关这方面的一般主张必须切实可行。一种建议是,如果几个国家的经济是互相补充的,它们的货币就应该合并。另一种建议是,如果各国的贸易模式类似,它们的货币也应当统一。第三个建议是,如果有关国家的商业周期在时间和幅度上类似,它们的货币也要合并,理由是,这些国家的中央银行会遵循类似的货币政策。对小国来说,如果把它们的货币互相合并或与某一大国的货币合并,那么,由于商品和金融资本流动的加快,小国将得到更大的利益。像美国这样的大国,已经获得这些利益,而加拿大和墨西哥也可以从其货币与美元的合并中得益,因为这两个国家都能按更优惠的条件进入美国金融市场。此外,在自然邻近国家或使用同一种语言的国家之间,已经出现货币一体化的建议。

欧洲共同体和货币一体化

历史经验表明,货币的合并是为了保证政治目标的实现;货币一体化被视作走向政治联合的重要步骤。近年来各国货

币合并的最雄心勃勃的尝试是由欧洲共同体推行的。这个尝试遵循了罗马条约(1957),罗马条约要求消除共同体成员国之间的内部贸易关税,建立共同对外关税和共同农业政策,并规定要协调各成员国的社会保障、福利政策和企业税收。所以,对各成员国来说,统一或协调各国货币政策,并且建立一种共同体范围内通用的货币就是很自然的。而且这一变革最终将要求各成员国中央银行的合并。

西欧货币一体化的一个动机是,政治联合被认为是合乎需要的目标,而各成员国货币的合并将是实现这个目标的很有意义的步骤。有些人指出了欧洲内部的贸易增长,即各个欧洲国家与该共同体其他成员国之间的贸易额在不断增加。如果只有一种货币,那么在欧洲,一国对另一国的支付将是很便利的,从而会促进西欧内部的贸易。因此,走向欧洲货币的第二个动机是,为欧洲企业厂商对美国和其他非欧洲企业厂商的竞争提供一些贸易保护。货币一体化的第三个动机是,建立欧洲货币区可以提供一个较大的稳定货币市场,并能更好地使欧洲国家的经济摆脱来自美国的货币冲击。

一旦作出统一货币的决定,有关当局就必须确定如何实现这一目标。一个方案是协调各国的货币政策,然后,如果通货膨胀率相似,可把每种货币都钉住于一种共同的记帐单位。另一个方案是,在外汇市场上钉住货币,然后协调各国货币政策,以便在已确定的平价基础上降低国际收支不平衡扩大的可能性。欧洲一直在使用第二种方案。

西欧之外的任何大国在近期内统一其货币的可能性是很小的。西欧货币一体化的努力也可能会遭受很大的挫折。而

且，从货币一体化的成本—效益分析中得出的结论还适用于两个其他问题。第一，究竟是把货币钉住于外汇市场还是允许货币浮动，才能够更好地实现国家的利益。第二，如果一个国家决定要钉住它的货币，它就必须确定：钉住于何种货币才能使利益更大，是美元、联邦德国马克、日元还是某些其他货币？

浮动汇率制与钉住汇率制的选择

在上一个世纪的大部分时间里，美元一直是一种被钉住的货币。第一次世界大战前产生的钉住汇率制度是把美元和其他主要货币都与黄金挂钩。当时的流行情况是，各国中央银行之所以能维持它们的法定平价，是因为它们都遵循博弈规则来调整国际收支的不平衡，当出现逆差时就紧缩通货，出现顺差时则放松通货。

本世纪20年代（实际上是1919—1920年）是浮动货币的第一个扩展时期。第一次世界大战爆发时，欧洲各国中央银行都停止把它们的货币钉住于法定平价上；它们禁止黄金出口，并且把它们的货币维持在低于其战前平价的5%到15%水平上。这时，普遍出现了通货膨胀，而且各国的通货膨胀率差别很大。虽然大多数国家在战后的主要目标是恢复到1913年的法定平价，但这在战争刚结束时是不太可能的，因为各国价格水平在战争期间都已大大提高了。因此，不少国家允许其货币

浮动，一些国家力图紧缩通货，以便有可能把其货币再按1913年的法定平价与黄金挂钩。

一些国家，如英国和各中立国包括瑞士、荷兰和斯堪的纳维亚诸国，又成功地把它们的货币钉住于1913年的法定平价上。协约国的其他一些国家，如法国、比利时和意大利，经过连续通货膨胀及货币的较大贬值后，终于在20年代后期把它们的货币钉住于战前法定平价的三分之一到四分之一的水平上；黄金的货币比价较之战前上涨了3—4倍。而且，德国、奥地利、匈牙利等战败国和苏联，在极度通货膨胀迫使它们采用新币之后，也把它们的货币钉住于黄金。

本世纪30年代的汇率状况与20年代的状况大不相同。英国在1931年9月允许英镑浮动；一些国家，如爱尔兰、丹麦、瑞典和一些英联邦成员国，则把它们的货币钉住于英镑，从而形成一个英镑货币区，这一区域的所有货币一起对美元和其他钉住于黄金的货币进行浮动。后来，罗斯福总统在1933年3月初就职后，关闭了所有美国银行，把美国的私人黄金持有额收归国有，并取消美元的黄金平价。在随后的10个月中，黄金的美元价格上升；美元相对于黄金和大多数其他外国货币都贬值了。到1934年1月底，黄金的美元价格再次固定下来，这时是一盎司35美元，所以黄金的美元价格实际提高了75%。后来，对那些依旧钉住黄金的货币出现了投机压力。在1936年中期，法国法郎、比利时法郎和荷兰盾都不得不贬值了。

从两次大战之间实行浮动汇率所得出的一个结论是，由于未来汇率的不确定性，国际贸易和投资会受到破坏；第二个

结论是，投机会造成不稳定，汇率变动的幅度将增大，而且投机者会促使汇价的变动趋势不同于在没有投机条件下的汇价变动模式。例如，如果一个投机者出售一种疲软的货币，则以这种货币表示的外汇价格将提高，并且进口价格也要提高，国内的价格水平将更快地上升；相反，在某些国家的货币为投机者所需要时，这些国家的国内价格水平就上升得较为缓慢。所以，投机能够自我调整。在随后的一段时期，这种行为导致了所谓的“恶性循环和良性循环”。

钉住汇率制与浮动汇率制支持者的争论

浮动汇率的支持者不同意这些结论，但他们首先认为，浮动汇率制的基本优点在于各国能够获得更大的货币独立。他们宣称，各国都能执行不受外部约束的货币政策，因为国际收支逆差的任何倾向都将自动导致它的货币的贬值。例如，倘若一个国家执行较扩张的货币政策，而这种政策是由于出现了较大的国际收支逆差，它超过了在钉住汇率制下可以容易地融资的程度，在这种情况下，该国货币就会随浮动汇率而贬值。同样，没有一个国家会被迫购买大量的外汇，从而增加其货币供给以维持它在浮动汇率制下的外汇平价；相反，它的货币会升值，而货币基础也不会受其货币流动的影响。浮动汇率制的支持者认为，汇率变动的不确定性不会破坏贸易和投资活动，因为贸易商和投资者将通过期货合同对其外汇承诺进行套期保值。因此，各国将有更大的自由来执行政策，从而它们的价格水平将不同于其他国家的价格水平；同样，它们将有更大的自由去追求不同的就业目标。浮动汇率制的支持者还

认为，投机不会引起不稳定，或者说不稳定的投机者将很快破产，因为他们要下的赌注总是与长期趋势背道而驰。

在浮动汇率制的反对者与支持者之间发生了争论。反对者认为，大多数货币的期货外汇市场的便利是不充足的，另外，套期保值也不是无成本的活动。他们还断言，货币独立只是一个幻想，而且各国对本国价格和收入目标的控制远不如浮动汇率制支持者所断言的那样，此外，反对者提出，取消外汇平价将排除国内通货膨胀的最后一个障碍，以致各国会使用（并滥用）已提高的货币独立性，结果将造成更高的通货膨胀率。

浮动汇率制下的不确定性和独立性

在解决浮动汇率制的支持者与反对者之间争论的办法中，有一些涉及浮动汇率制下不确定性的性质和结果。在浮动汇率制下的货币独立性有可能更强，但这只是因为已增加了的未来汇率的不确定性，增加了各国货币市场的分离。如果这种分离没有任何增加，货币独立的范围就不会扩大。更强的货币独立所需要的不确定性的增长还会阻碍贸易和投资。固然，贸易商和投资者对未来汇率的不确定性可以通过购买期货合同进行套期保值。而且，如果期货汇率是对未来的现货汇率的准确（平均地说）的预测器，则套期交易也可能是无成本的。然而，由于单一的期货汇率并不是期货合同到期时现货汇率的良好预测器，所以，套期交易也不是没有风险的。在浮动汇率制下，要获得货币独立性增强所带来的利益，就不能不增加不确定性，但增加不确定性的代价则是贸易和投资水平的下降，

换句话说，就是在世界经济增长中发生了贸易和投资增长率的降低。这种代价及其价值的经济涵义，相对于更大的货币独立性的价值来说，仍然是很重要且尚未解决的实证性问题。

浮动汇率制的批评者的争论根据是，如果汇率变动在幅度上大于从同期的各国价格水平变化的差异中推断出来的程度，则投机就是不稳定的。浮动汇率制的支持者对此的答复是，汇率的逐期变动都是随机走动的，而且汇率变动是没有规则的或不可预测的，因此外汇市场是很有效的。[①] 在汇率变动的时间序列中不存在“循环”，即汇率变动方向可以从过去的变动中加以准确预测的时期。但是，如果汇率运动遵循某一趋势，那么就会出现循环周期，因为“驱动”汇率的力量也要遵从一定的趋势。或者，各国货币当局在干预外汇市场时可以一直采取“逆风而上”的方法—— 然后退出外汇市场。在过去几年中，一些分析得出结论：外汇市场不是有效的，也就是说，在很短的期间内，汇率的逐日变动连续相关，而且汇率的变动幅度一直很大。

各国货币当局竭力遵循独立的货币政策，这似乎可能导致现货汇率的较大变动，因为现行的现货汇率基本上反映了预期的现货汇率。货币政策的变化影响到现行的现货汇率，因为这些变化会影响预期的期货汇率、价格水平变动以及利率即这些期货汇率对现在的贴水。例如，执行较扩张的货币政策

① 当资产的市场价格可以随时并充分地调整以适应任何新的信息时，则金融市场可以说是有效的。如果“好的信息”和“坏的信息”随机地发生，那么资产的价格的变动就是随机走动。

会引起人们预期国内价格水平将更快增长以及国内利率将会下降;这两个因素都会导致国内货币贬值。相反,执行较紧缩的货币政策转变则使人们预期国内货币将升值,这不仅是因为预期国内通货膨胀率的降低,还因为预期利率会上升。汇率的大幅度摆动反映出,货币政策的变动总有一天会被抵消;在国内紧缩政策之后,不是执行国内扩张政策,就是执行国外紧缩政策。

如果货币政策变动所造成的汇率波动非常大,那么货币当局就有责任干预外汇市场,限制汇率的波动;"将要出现"的完全浮动就会变成一种受控制的浮动。假定美国当局执行更为扩张的货币政策,如果美元因而贬值,那么外国货币当局就会购买美元以限制它本国货币的升值。但购买美元将导致该国货币供给的增加。除非在货币反方向运动时可以抵消这些销售,否则,货币供给的增长和价格水平的运动都会有上升的趋向。在浮动汇率期间,各国货币当局对货币供给的控制要少于固定汇率期间,因为私人资本流动已经大大地增强了。

管理汇率制度的问题

浮动汇率制的支持者常常指出管理钉住汇率制的困难。经过较长时间的延缓后,几乎总会发生法定平价的变动,因为各国货币当局都寄希望于上帝的干预,从而对平价的某些几乎确定的改变都是不必要的。在 70 年代初期,向浮动汇率制的转变并不因浮动汇率制的支持者在争论中获胜而实现。而且,在通货膨胀上升、各国通货膨胀率的差距扩大的时期,各国货币当局都不愿意承受与维持钉住汇率制所需政策相关的

国内政治代价。如果外国货币当局，尤其是联邦德国货币当局愿意接受美国的通货膨胀率，钉住汇率制就有可能维持，但是，联邦德国倾向于较低的通货膨胀率。

过去几百年的经历表明，货币制度总有受钉住汇率制吸引的倾向——只要这种制度是可行的。如果主要国家通货膨胀率相差无几并且较低，恢复钉住汇率制就似乎是可能的。许多国家都将把它们的货币钉住于邻近国家或大国的货币，这就是欧洲货币制度的模式；比利时、荷兰和其他成员国的货币实际上都钉住联邦德国马克。[①] 因此，实行浮动汇率的主要国家数目将减少，货币集团会发展，最终，钉住汇率制使主要货币集团之间的汇率波动减弱。

有人提倡蠕动钉住汇率制度（a crawling-peg exchange system），作为同时结合钉住汇率制和浮动汇率制的优势的一种安排。在经常的情况下，各国货币当局可能要每月一次或二次地频繁修订其货币平价，改变的幅度通常不大于2%或3%。由于平价变动很频繁，所以不会有什么政治创伤与这些变化相关联。又因为变化的数量如此之小，也不会有几个贸易商和投资者会认为值得努力去预测这些变动的时机以便从中获利。在两次平价变动之间，各国货币当局将采用钉住汇率；但是，由于法定平价变动频繁，所以，钉住汇率对国内货币的意义不大。拉丁美洲的许多国家已经实施这种办法。

① 欧洲货币制度的建立为西欧国家提供了一种区域性钉住汇率制。它们的大量贸易都是在相互间进行的，所以钉住货币的动因就是要减少与欧洲内部贸易支付有关的不确定性。

储备资产制度

本世纪 60 年代,许多国家货币当局担心国际储备增长速度太低。在 70 年代却出现了一个未计划的和未预料到的储备水平高涨。国际储备的高涨是由于许多国家通货膨胀率的上升,因为它们的基础货币增加了。因此,主要的问题是,如何利用储备的增长来限制通货膨胀的影响。一个相关的问题涉及储备的组成,以及黄金与美元、联邦德国马克和其他货币计值的流动资产是否应继续与特别提款权一起作为储备资产?

在 70 年代,令人惊讶的是:储备资产的数量在浮动汇率时期增长了。当美国的和非美国的私人方面抛售其持有的美元时,外国中央银行就获得了美元资产,借以限制其货币的升值。

在 1965 年底,国际储备总额为 670 亿美元;当 1973 年开始实行浮动汇率制时,储备总额达到 1500 亿美元。1985 年底,由于需要对用作货币的黄金持有量加以定价,国际储备价值的确定变得很复杂。如果用作货币的黄金的价值为每盎司 300 美元,则储备总额超过 6500 亿美元。如果黄金价值为每盎司 250 美元,则国际储备总额计达 6000 亿美元,或者说大约是 1970 年水平的 5 倍。甚至对商品价格水平的增长进行调整后,国际储备的增长仍然是很大的。如果黄金继续作为货币

的中间过渡，国际收支逆差国家就能够按其市场价格或近似市场价格来出售黄金（或者用其黄金作为附属担保品向其他国家借款）以获得货币，为其国际收支逆差提供融通资金。

60 年代的第二个问题是，如果不迫使美国形成“国际收支逆差”，该“系统”就不能产生国际储备。美国是国际储备的主要供给者，不论是黄金形式还是流动美元资产形式。在 1950—1965 年的 16 年间，美国向外国官方机构出售的黄金几乎与黄金的新增生产量相等。随着外国对美元的持有量增加和美国的黄金持有量减少，美国要在未来无限期地维持 35 美元一盎司黄金平价的能力似乎越来越成问题。难以解答的是，在美国成功地减少其国际收支逆差的条件下，大多数其他国家就不再能增加其黄金和其他储备资产的持有量。但是，除非美国能够降低其国际收支逆差，否则 35 美元的平价是无法维持的。随着美国黄金持有量的下降，多数其他国家越来越不愿意持有美元资产；不削弱美国维持黄金平价的能力，其他国家就不能随时出售美元资产来购买黄金。

第三个问题是，美国为其国际收支逆差融通资金看来不难，但其他国家在这方面的融资则并非易事，这是一种不相称的现象。其他国家要“花费”拥有的储备并从国际机构中借入储备；它们在使用储备资产为其国际收支逆差融资之前，必须获得这些资产；或者，倘若它们从外国官方机构借款来弥补逆差，它们又必须偿还这些贷款。相比之下，在其他国家愿意获得美元计值的资产的条件下，美国是用“被动借款”的方式来为弥补它的大部分国际收支逆差提供“融通”资金。因此，美国国际收支逆差中有一部分不依靠出售黄金，这一部分是“自动

地”获得融资的。这种自动融资引起了这样一个忧虑：国际储备的增长可能是“无法控制的”。

黄金作为国际货币

黄金能否再一次作为国际储备资产，这要取决于两个力量的结果：一是追求经济效果的持续压力，这种压力导致上一个世纪黄金的货币作用逐渐下降。黄金不再用作国内货币，任何国家也不再把货币钉住黄金。黄金似乎成为一种“原始的遗留物”。美国当局曾经力求降低黄金的国际货币作用，这方面的流行论调是，“把黄金从货币制度中心驱逐出去”。它获得了成功，因为自从黄金价格成为可变之后，各国中央银行极少互相进行黄金交易。各国中央银行都把它们的黄金贮藏起来，因为黄金的市场价格已大大高于其官方价格。

黄金作为重要的货币资产已经历了好几个世纪，投资者和货币机构都因其比其他资产更能保值而力求获取黄金。而且，部分地由于黄金具有内在商品价值，它比其他金融资产可在更广泛的地域范围内维持其价值；黄金作为货币具有其他资产所无的可靠性。更重要的是，在金本位制的那个世纪里，价格水平达到相对的稳定，即使并非年年如此，但在几十年的长期中则是稳定的。价格水平稳定究竟是原因还是结果，尚有争论。但是，在黄金退出该制度中心以后的这段时期里，通货

膨胀较之前一个世纪有了更为迅速的上升。一些美国政治家得出结论：恢复金本位制，或者至少使各国货币与黄金挂钩，有着说服力充分的历史根据。

降低黄金货币作用的进一步理由是，黄金作为储备资产不容易管理。一旦黄金作为货币储备，黄金的货币价格就可能不得不提高，或者将会出现不断加剧的储备短缺。而投资者就会不断地对黄金价格提高的时间和数量进行投机。但是，只有当通货膨胀持续上升时，黄金价格的提高才似乎是必要的；在稳定的价格水平条件下，黄金的货币价格没有理由一定要提高。

在保持黄金作为储备资产的理由中，又有一些不同的见解：黄金已经是重要的货币资产；黄金拥有广泛的利益代表阶层；把黄金看成可接受的储备资产将使中央银行目前美元份额过大的储备资产组合恢复平衡；由于美国的黄金持有额接近其他3个最大黄金持有国的黄金之和，美国将会得益。黄金的重要性表明，黄金将再次具有货币作用，因为国际储备中的黄金价值非常巨大，以致于不易找到其他替代物。增强黄金的货币作用有两个可行的方案。其一，各国中央银行建立一种安排，以便收支逆差国家更有信心，从而可以向其他国家中央银行出售黄金以获取外汇，这些外汇将有助于在外汇市场上支持它们的货币；其二，美国和其他国家也许会同意制定它们的货币对黄金的一套新的价格，这正是涉及黄金和其他储备资产作用的复杂谈判的一个组成部分。

美元和其他法定资产

国际金融制度演变的一个主要方面是美元作为储备资产的作用。尽管美元资产持有额在增加,但以联邦德国马克、瑞士法郎和日元计值的资产的持有额似乎也在增加,而国际货币组织也很可能继续创造储备资产。然而,美元似乎极不可能被排出国际储备,或者说它的作用也不可能明显下降。不同国家货币的储备资产的增长是外国中央银行决策的结果。每家中央银行似乎不能不需要那些与之有主要贸易和金融关系的国家的货币,只要这些国家的商品价格水平具有相当的稳定性。然而,只有极少数国家的货币能作为储备资产。

在一个长时期内,不同货币的储备资产的增长一般是由需求所决定的;需要这些资产的国家首先决定它们想要获得储备资产的数量,随后再决定这些资产的货币币别。然而,在几种情况下,储备资产数量的变动表明了货币生产的过度,就像第二次世界大战中的英镑和 1969—1971 年期间的美元那样。由于国际收支顺差国家不愿意对它们的货币进行重新估值,从而导致储备资产的过度生产。

一个重要的政策问题是,美国的利益能否由于美元用作国际储备资产而得到满足。美元成为储备资产是因为外国货币当局发现获得美元对它们有利;美元之所以具有储备资产

作用,并不是因为美国的计划。但是,美国由于作为一个国际银行家而获得一系列好处。一个好处是铸造税收益[①],包括生产货币的利润,即货币生产成本与以其他资产表示的购买力之间的差额。在竞争型的银行体系中,这种收益会被美元存款的较高利率所抵消。但美国利率可能较低,而不是较高,因为外国需要美元资产。

作为国际银行家的第二个好处是灵活性,这在 60 年代后期变得很明显。由于外国中央银行愿意增加其美元资产的持有额,美国的国际收支差额就得到了融通的资金。第三个好处是,美国国际收支逆差的规模将不受实际的限制。

在 60 年代,一些分析家得出结论,美元用作储备资产货币并不在于美国的国家利益。一种批评的意见是,由于美国的利率变动受到更大的约束,美国对货币政策的控制减弱了。这是因为联邦储备系统担心,鉴于各国中央银行拥有大量的美元,私人方面将把越来越多的资金转移到国外金融中心。如果外国官方机构只是作为美元资产而不是黄金的购买者,则这些私人资金的转移不会产生问题;只有随着美国利率下降,而外国官方机构出售美元并购买黄金的时候,这种约束才会变得很明显。第二个批评意见是,美国对美元汇价的管制少于其他国家对它们货币汇价的管制,美元的贬值很可能导致其他国家货币的相应贬值。70 年代初期的经历表明,互相抵消的贬值可能反映出,其他国家宁愿遭受其美元资产持有额的可

① 铸造税是来自货币生产的利润。例如,铸币面值与其生产成本之间的差价就是铸造税。流通券面值与其生产成本之间的差价也是铸造税。

能损失,也不愿意遭受由于美元贬值造成其国际竞争地位的不利变化。最后,美国证券出口的增加将导致美国商品出口的减少,这如果不是美国经济的损失,也是这些商品生产者的损失。

现在,外国持有的美元资产已超过3000亿,问题在于,这些资产的需求变化是否会对美国经济产生重大影响。如果美元资产的外国持有者决定把它转换成其他货币资产,那么美元在外汇市场上就会贬值。

当美元在外汇市场上表现疲软时,出现过管理国外美元持有量新安排的一些建议。一个建议是,美国扩大对国外美元持有额的外汇担保;如果美元贬值超过某一特定数额,美国当局就对持有美元的某些或所有外国官方机构进行直接支付,借以弥补它们的外汇损失。第二个建议是,外国中央银行的美元资产持有额的某些或全部将转给国际货币基金组织,然后由该基金组织向美国提出这些要求权;美国当局将扩大对国际货币基金组织的这些美元持有额的保值担保,继而该基金组织就能够扩大其对外国官方机构负债的类似保证。第三个建议是,美国当局开始在外汇市场上支持美元,以限制美元汇价的变动;在这种情况下,美国当局可能从国际货币基金组织提取美元储备并向之借款,还可向外国中央银行借入外币。

所有这些建议的共同特点是,美国当局要承担外国官方机构持有的某些或全部美元负债的外汇风险。其假设是,美国愿意承担外汇风险将会限制美元汇价的波动。外国中央银行将更乐意对汇率的急剧变动进行干预,因为这种变动与一般的内在经济运动不相适应。

跨国货币组织的作用

解决由于使用主要国家货币计值的资产作为储备资产而产生的问题的一个建议是:建立一个国际机构以创造储备资产,各成员国均以向该机构存款的形式持有它们的储备。当发生国际收支逆差时,它们就把其部分存款转给国际收支顺差国家。这种安排有一些好处:储备的产生不会造成对任何特定国家货币的高估;创造国际货币的任何收益都可分配给各个成员国;而且国际储备增长率可在一个有计划的基础上进行管理,以便限制国际储备的过量生产。

向创造国际储备机构的转变一直是很缓慢的,这有几个原因。既然只有极少数国家取得价格水平的稳定,所以对国际储备增长的管理似乎不可能达到避免通货膨胀倾向的程度。(确实,从国内情况来看,事实表明国内货币管理是扩张性的。)在国际方面,那些具有通货膨胀趋向的国家似乎支配着储备增长率的决策。因此,最希望价格稳定的国家将获得国际机构的负债,从中实现超过期望的国际收支盈余,而且,它如果不接受高于期望的通货膨胀率,就得不断地对自己的货币进行重新估值。看来很可能发生的情况是,倘若储备非常迅速地创造出来,有顺差国家就会不愿意接受新国际储备机构的存款。

从各个具体国家的角度看,相关的问题是,创造国际储备机构的动活是否有利于实现它们的国内目标。美国当局将有必要考虑加入这一机构对其国内货币政策管理的影响。如果美国出现国际收支逆差,那么在加入后,它为这些逆差融通资金很可能要比在现行安排下更为困难,因为外国官方机构不再需要美元资产了,所以美国的货币政策只好引向削减国际收支逆差。如果美国出现国际收支顺差,它又不得不向国际收支逆差国家扩大贷款,其结果是,美国当局将面临以下选择:或者扩张货币以降低美国的国际收支顺差,或者紧缩货币以削减或抵制大量国际收支顺差造成的国内扩张性影响。

各国对于中心储备创造机构的态度通常能反映出一个国家是更易于出现国际收支逆差还是更易于出现顺差。那些趋向于较高通货膨胀和国际收支逆差的国家,一般都赞成建立这样一个机构,因为它们认为这将易于为未来逆差融通资金。但是,趋向于国际收支顺差的国家则深表怀疑,因为它们将不得不扩大对国际收支逆差国家的贷款。

建立一个新的创造储备机构,并没有解决调节各国通货膨胀率和增长率差异的问题。有些国家出现国际收支顺差,其他国家就可能出现国际收支逆差,而且在新安排下产生的问题,正像过去的安排一样,都在于哪一些国家将率先采取措施来减少国际支付的不平衡。

小　　结

1.国际货币问题的起源是各国利益的差别。

2.钉住汇率的布雷顿森林刺度的崩溃是由于世界通货膨胀率的上升,以及来自某些国家为实现低于美国的通货膨胀率的努力。

3.如果各国组成一个货币或金融联盟,它们就会从消除使用外汇市场进行相互交易的各类成本中得益;然而,它们的经济福利可能会受到不利的影响,除非它们的商业周期和贸易模式是相似的。

4.上个世纪的大多数年份里,主要工业国家都钉住它们的货币,但有两个例外时期,即20年代前5年和1973年之后。

5.70年代的外汇汇率变化与其支持者过去提出的说明不相一致。所以,汇率的变化幅度已经扩大,而各国的货币独立低于它们所希望的程度。

6.在60年代,人们几乎一致认为,将会出现国际储备资产的短缺;相比之下,在70年代,国际储备资产却非常迅速地增长。

7.黄金市场价格的增加对于中央银行货币用黄金持有额的价值有着重大影响。如果建立一种新安排以便各国可以再

一次使用黄金为它们的支付赤字融通资金，那么，许多中央银行的自身利益就会得以发展。

8.美元资产持有额是在国际储备资产当中仅次于货币用黄金持有额的第二大组成部分。美国肯定会得益于外国对美元资产的需求。

9.国际货币基金组织中的特别提款权和储备头寸只是国际储备的一小部分。由于这些部分的大幅度提高必须事先经过各国的同意，所以这部分储备资产大量增长的可能性很小。

问题与练习

1.试讨论维持各国货币独立的代价与利益。为什么西欧主要国家会认为现在有必要统一它们的货币？

2.分析浮动汇率制和可调整平价制的基本论点。如果主要国家要再一次钉住其货币，必须有什么条件？

3.在60年代，主要国家金融界人士都担心国际储备的短缺。试讨论可能得出国际储备量过少或过多结论的条件。

4.为什么在过去10年中国际储备的供需关系发生了变化？